



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in
Amministrazione, Finanza e Controllo
LM-77 (Scienze economico-aziendali)

Tesi di Laurea

**Il Private Equity quale modello di
finanziamento per le imprese**

Relatore

Ch. Prof. Federico Beltrame

Laureanda/o

Mattia Greggio
863540

Anno Accademico

2021 / 2022

Indice

<i>Introduzione</i>	4
1. <i>Il Private Equity come modello di finanziamento</i>	7
1.1. Un primo approccio alla tematica	7
1.2. Il finanziamento delle imprese	9
1.3. Il <i>Private Equity</i>: una definizione del caso	12
1.4. La struttura dei fondi	14
1.4.1. I fondi di investimento nel <i>Private Equity</i>	14
1.4.2. I fondi di investimento nel <i>Venture Capital</i>	16
1.4.3. I partner e gli advisor	17
1.5. L'investitore privato: chi sono i <i>Business Angel</i>	19
1.6. Una declinazione del <i>Private Equity</i>: il <i>Venture Capital</i>	20
2. <i>L'evoluzione del private equity e la normativa di riferimento</i>	22
2.1. Introduzione	22
2.2. La nascita del mercato	22
2.2.1. Il contesto italiano	25
2.2.2. Il contesto europeo	27
2.2.3. Il contesto americano	29
2.3. La normativa italiana di riferimento	31
2.3.1. La responsabilità precontrattuale	32
2.3.2. Responsabilità contrattuale	34
2.3.3. Il prezzo pattuito e le garanzie	35
3. <i>Un focus sulle operazioni</i>	38
3.1. Le fasi dell'operazione	38
3.1.1. Le operazioni in fase di avvio	38
3.1.2. Le operazioni di <i>early stage</i>	43
3.1.3. Le operazioni di growth & expansion capital	45
3.1.4. Le operazioni di buy-out & replacement capital	46
3.1.5. Le operazioni di turnaround e le special situations	49
3.2. Le <i>SPAC</i> e la loro diffusione	51
3.2.1. La differenza tra <i>SPAC</i> e <i>private equity</i>	53
3.2.2. L'evoluzione del mercato e della normativa in Italia	54
3.3. La scelta dell'<i>exit strategy</i>	55
4. <i>La valutazione aziendale</i>	57
4.1. Le fasi della valutazione	57
4.1.1. L'individuazione dell'impresa target	57

4.1.2.	La valutazione del profilo dell'impresa	60
4.1.3.	Come l'impresa sceglie l'investitore	62
4.2.	Il business plan	63
4.2.1.	Definizione del <i>business plan</i>	63
4.3.	La definizione del prezzo di mercato	65
4.3.1.	Il metodo dei <i>multipli</i> di mercato	67
4.3.2.	I <i>discounted cash flow</i> per l'analisi aziendale	69
4.4.	Il processo di <i>due diligence</i>	70
4.5.	Le fasi dell'operazione	71
4.5.1.	La creazione di valore	72
4.5.2.	Il monitoraggio dell'investimento	73
4.5.3.	La fase di disinvestimento	74
5.	<i>Biotechologia e private equity: un binomio vincente</i>	78
5.1.	Una prima panoramica	78
5.2.	Struttura e composizione del mercato	78
5.2.1.	Uno sguardo al mercato italiano	79
5.2.2.	L'andamento del mercato europeo	80
5.2.3.	Il mercato internazionale	82
5.3.	Le difficoltà del mercato e le strategie d'uscita	83
5.3.1.	I <i>mega deals</i> e la circolazione del capitale	83
5.3.2.	Un approfondimento dei dati negativi	86
5.3.3.	L'analisi dei lati positivi	87
5.4.	La possibilità di nuovi mercati	88
5.4.1.	Il mercato del <i>mental healthcare</i>	88
5.5.	L'analisi degli indici	90
5.6.	Il <i>private equity</i> e l'affinità con gli altri settori	92
	Conclusioni	95
	Bibliografia di Riferimento	97
	Sitografia	98

Introduzione

Il seguente elaborato si prefigge lo scopo di fornire una panoramica generale del tema che riguarda il *private equity*.

Come verrà approfondito nei capitoli introduttivi, si può dire che la storia ha un'origine recente, riconducibile alla fine degli anni '80.

Alla luce di ciò, si può immaginare come il mercato abbia subito cambiamenti radicali sia nelle abitudini dei consumatori, sia nelle politiche e nelle decisioni aziendali.

Si è dinnanzi ad un mutamento che riguarda il lato clienti, ma anche il lato del posizionamento stesso delle imprese. Tale fenomeno ha modificato le logiche dell'industria, che si sono ridimensionate e adattate alle nuove sfide e alle nuove necessità che si vanno a creare.

Un esempio lo si ritrova nell'attenzione che le imprese prestano per le tematiche legate alla sostenibilità e all'ambiente (*ESG*).

Grazie a queste necessità, anche i modelli aziendali hanno dovuto adattarsi alle nuove richieste, portando a una ridefinizione dei piani industriali, con nuovi obiettivi di breve e lungo periodo e nuovi investimenti per rimanere competitivi.

Il principale scopo dell'impresa è quello di creare valore.

Tale concetto passa attraverso l'immagine che la stessa riesce a far percepire all'esterno e, per riuscirci, un ruolo fondamentale giocano gli investimenti prima riportati.

In tale visione, il problema che si palesa, soprattutto per quanto concerne il panorama italiano, riguarda il tema dell'erogazione di capitale da parte degli istituti di credito. Infatti, molti trovano difficoltoso o non conveniente rivolgersi a tale categoria.

Si è deciso, pertanto, di trattare il tema del *private equity* così da fornire una valida alternativa al sistema.

Proprio in quest'ottica ci si è posti la domanda che fungerà da filo conduttore per tutto l'elaborato, ossia:

Il modello del private equity è attuabile per ogni realtà aziendale?

Lo schema seguito è stato quello di procurare, attraverso il capitolo introduttivo, un modello di finanziamento che le aziende possono adottare per reperire capitali.

Sono diversi i modi attraverso cui questo può avvenire, a seconda del campione societario e dalla volontà del *management*.

Verrà fornita, inoltre, una prima introduzione del *private equity* e di come tale fenomeno si collega alla tematica del *venture capital*, oltre che a tutto il corollario di prodotti che ne derivano, frutto dell'evoluzione del modello.

Passando per i Capitoli 3 e 4, lo scopo sarà fornire un'introduzione del mercato di riferimento, con un *focus* sulla crescita generale dell'argomento. La lente verrà puntata dapprima sul territorio nazionale, per poi allargare il raggio d'azione anche ai confini internazionali, in particolare America ed Europa.

L'evoluzione passa anche attraverso la normativa, ragion per cui verrà fornito un approfondimento dal punto di vista giuridico, in particolar modo di come questo tema si sia sviluppato negli ultimi trent'anni, passando da una semplice "*nicchia di mercato*" fino ad arrivare ad alternativa di successo per molti modelli di business. L'adattamento del codice è stato rivisto anche dalla stessa UE che ha accertato la bontà del metodo di finanziamento.

Ovviamente, non tutte le realtà riescono ad accedervi.

Ecco che diventa fondamentale, come prima cosa, avere un modello di business solido, incentrato sul lungo periodo. Inoltre, risulta determinante la volontà di condividere con altri le logiche interne e, soprattutto, di riporre fiducia nei soggetti con cui ci si trova ad operare. Queste due caratteristiche sono la base per riuscire a suscitare interesse da parte di tali soggetti, così da ottenere il capitale richiesto.

Infine, negli ultimi capitoli, verranno trattati sia i modelli che i fondi di *private equity* utilizzano per valutare un'impresa; quindi, indici e flussi di cassa che l'entità può generare, sia il processo di scelta che porta poi all'individuazione dell'impresa target.

Per far comprendere in maniera più approfondita la tematica, nell'ultimo capitolo verrà svolto un approfondimento dettagliato sul mercato dell'*healthcare*, scelto come punto di riferimento per spiegare le potenzialità del mercato. La scelta è stata presa soprattutto sulla base dell'andamento registrato negli ultimi anni, con una crescita del valore del settore di circa cinque punti percentuali in più rispetto alla media del mercato. Inoltre, risulta essere molto meno intaccato dagli avvenimenti del 2020 e del 2022, rispettivamente riconducibili alla pandemia e alla guerra che ha colpito l'Ucraina.

Si darà una motivazione del perché, il *private equity*, decida di concentrarsi su questo settore (così come su altri) e di accantonare altre realtà. Da ultimo, verranno tratte le conclusioni, dove si darà una risposta alla domanda che farà da guida per tutto il resto dell'elaborato.

1. Il *Private Equity* come modello di finanziamento

1.1. Un primo approccio alla tematica

Nel seguente capitolo si vuole offrire una panoramica del modello del *private equity* in generale, prestando attenzione nel definire i suoi operatori principali, richiamati nei paragrafi conclusivi, e fornire, inoltre, informazioni rispetto al modello di finanziamento per i quali le imprese possono optare.

Tali soggetti, nell'insieme, presenta un governo molto articolato.

Le dinamiche che si creano giorno dopo giorno impongono all'imprenditore un senso di adattamento al settore, in continuo sviluppo grazie alle nuove tecnologie. Tale logica è mutata radicalmente rispetto agli anni del boom economico, dove al manager veniva chiesto solamente di massimizzare il profitto, con una scarsa attenzione alle variabili esogene che potevano prendere forma e compromettere, di conseguenza, il perdurare nel tempo.

Fino a qualche tempo fa, il compito dei dirigenti era quello di abbattere i costi e aumentare i margini di profitto.

Oggi, il modello è cambiato radicalmente. Ci si trova a fronteggiare un contesto molto competitivo, merito soprattutto della globalizzazione, la quale ha portato manodopera a basso costo e nuovi settori in cui poter operare. Il mercato vede ora il direttivo puntare su investimenti sostenibili, acquisizione di imprese e utilizzo dei fondi di investimento, solo per citare alcuni mutamenti.

Le semplici *skills* tecniche, acquisite con lo studio e l'applicazione della materia, non sono più sufficienti, ma necessitano di essere integrate con *skills trasversali* (o *soft skills*) che comprendono l'adattabilità all'ambiente esterno, il *problem solving*, la gestione del tempo e la proattività, legata alla continua trasformazione.

La stessa adattabilità risulta fondamentale per poter godere di un vantaggio rispetto ai *competitors*, tant'è che molte aziende utilizzano il *know-how*¹ acquisito internamente come punto di forza.

¹ Serie di competenze che le aziende creano internamente dopo anni di permanenza nel settore. Sono riconducibili a più fattori.

Altra variabile esterna, quale la *digitalizzazione*, è andata a modificare gli equilibri perdurati dal 1980 di manodopera e delocalizzazione, cardine della catena produttiva e che ora rappresenta un punto fermo per un'impresa di successo. Un esempio lo si trova nell'uso dello *smart-working*, che fino a due anni fa era considerato un'eccezione, adatto a pochissime professioni, mentre oggi si cerca di implementarlo il più possibile, in virtù del risparmio, soprattutto di tempo, a cui può portare. Si guardi la Pubblica Amministrazione, ad esempio, che dopo anni di presenza fisica ha adottato il modello ibrido con due giornate in presenza e tre da remoto, con un miglioramento delle performance degli impiegati legate alla durata della singola operazione.

Connesso a questo tema si trovano poi la *data capture* e l'*archiviazione digitale*, le quali consentono un minor dispendio di tempo e denaro per l'estrapolazione e l'analisi dei dati; la banale verifica delle fatture, ad esempio, risulta facilitata dalla digitalizzazione, con un processo molto più rapido di verifica degli importi e con minor margine di errore.

Ancora, con riferimento a dieci anni fa, prevedere che il mercato della *e-mobility* avrebbe creato un business da 220² miliardi di dollari sarebbe stato pressoché impossibile. Eppure, grazie soprattutto alla pandemia e allo stop dei mezzi pubblici, i monopattini e il corollario di prodotti elettrici che si utilizzano per la mobilità nelle metropoli più grandi suggerisce che qualcuno è riuscito a creare un business innovativo basandolo sulla necessità di muoversi del cittadino.

Si tratta di intuire, in un bisogno personale, la possibilità di un business di successo, giocando d'anticipo rispetto ai possibili competitors.

Il cerchio si completa con il mercato del lavoro, dove vengono introdotti nuovi contratti (esempi sono apprendistato e stage) e viene praticato un uso maggiore di quelli a tempo determinato. Questo comporta l'aumento della precarietà ma, allo stesso tempo, permette al lavoratore di acquisire una serie di skills grazie alla *rotation* delle mansioni e alle nuove proposte di impiego, cosa molto apprezzata dai dirigenti in quanto dimostra una maggiore duttilità e resilienza³.

² Il dato si riferisce ad una previsione del 2030 per il mercato italiano. Fonte: [key4biz.com](https://www.key4biz.com)

³ Il concetto è basato sul mercato del lavoro dei giovani, i quali hanno una maggiore rotation rispetto ai più vecchi; il principio non va più bene dal momento che si fa riferimento a soggetti consolidati nella mansione, che trovano più difficoltoso cambiare impiego a causa dell'età avanzata.

Ad ogni modo, non è semplice riuscire, in Italia, nell'obbiettivo di imporsi sul mercato; l'idea non basta in quanto si necessita di capitali per la sua realizzazione. Ci si addentra così nell'ambito del finanziamento, elemento cardine per la buona riuscita di un progetto a lungo termine quale può essere la *governance* dell'impresa.

Tale finanziamento si compone di diverse fasi che, arrivate alla conclusione, portano all'erogazione del debito: si parte con la richiesta ad un ente preposto (banche o simili); per supportare la richiesta, viene domandato un *business plan* (che verrà trattato nel Capitolo 4), ossia un piano dei conti, per capire in che direzione la società intende muoversi e quali progetti ha in programma per il futuro.

Discusso e accettato dall'intermediario, il denaro viene rilasciato. Le possibilità di finanziamento sono molteplici e non sempre percorribili da tutte le realtà aziendali.

Ecco che si vuole introdurre, quale strumento alternativo nonché argomento del trattato, il *Private Equity*, ossia un investimento erogato da soggetti privati che entrano, di fatto, nella gestione dell'impresa.

1.2. Il finanziamento delle imprese

I metodi di finanziamento tradizionali si dividono in due principali classi, riconducibili alla società di capitali o alla società di persone.

Nel dettaglio, autofinanziamento e prestito bancario sono tipici di tutte le tipologie di imprese, mentre prestito obbligazionario ed emissione di azioni possono essere operate solamente da società di capitali.

L'*autofinanziamento* è un modello che presenta una certa ciclicità nella forma, grazie al reinvestimento degli utili non distribuiti. Potendo essere usufruito da qualsiasi impresa, la differenza si nota nella quantità di denaro che viene accantonata, la quale sarà maggiore per la società di capitali rispetto a quella di persone.

La *policy* va a determinare l'accantonamento a riserva o la distribuzione dell'utile: di norma, nelle aziende quotate si hanno degli *stakeholder* esterni, il cui obiettivo principale è di monetizzare l'investimento effettuato grazie all'apporto di capitale. Ciò che non verrà distribuito concorre a formare le riserve da utilizzare in futuro. Uno stacco maggiore indica minore capitale da investire. Tale logica è controproducente in quanto non permette un guadagno nel lungo periodo a causa della poca competitività generata dai bassi investimenti.

All'opposto si trovano le società di persone, molto più semplici, le quali possiedono una propensione a distribuire la ricchezza che l'azienda ha creato, piuttosto che a reinvestirla.

Mettendo a confronto i due modelli si hanno: da una parte le grandi imprese, con un'attenzione particolare verso i soggetti finanziatori, mentre dall'altra le piccole realtà, che si preoccupano principalmente di distribuire l'utile.

Il risultato è una frammentazione del mercato a favore dei gruppi, che possiedono un potere contrattuale in continua crescita nei confronti dei singoli.

Tale aspetto è accentuato a causa della presenza di *PMI*⁴, che tendono a sedimentarsi nella propria quota di mercato anziché provare ad espandersi.

Circa il 92%⁵ del totale delle aziende è rappresentato da Piccole e Medie Imprese, con un fatturato che si aggira sul 41%¹ di quello totale del paese.

Agricoltura, servizi e edilizia sono i settori che vedono affermarsi maggiormente la categoria; la frammentazione è omogenea su tutto il territorio, con pochissime società che si distinguono per fatturato, numero di dipendenti e utile d'esercizio.

L'autofinanziamento non rappresenta, ad ogni modo, il metodo più utilizzato, che possiamo, invece, ritrovare nel *prestito bancario*.

Grazie all'espansione costante dell'economia iniziata nel 1970, le banche hanno cominciato ad erogare denaro ad ogni sorta d'impresa: i controlli erano minimi e chiunque poteva accedervi.

Con lo scoppio della crisi del 2008 dovuta ai *mutui subprime*, molti soggetti andarono in insolvenza (vedi caso Monte dei Paschi) o in fallimento (vedi il caso

⁴ Piccole e medie imprese.

⁵ Fonte: "Il Sole 24 Ore". I dati sono riferiti all'anno 2019, quindi in piena pandemia Covid. Si è utilizzato tale dato poiché non risente delle chiusure e della cessazione delle attività che hanno caratterizzato gli ultimi due anni.

delle popolari, come la Popolare di Vicenza e Veneto Banca), con strascichi che tutt'oggi non sono indifferenti.

Questo *crack* ha portato alla definizione di un nuovo regolamento bancario, il Basilea III, che imponeva agli istituti di credito stringenti raccomandazioni tra cui:

- *requisiti patrimoniali*: aumentare il patrimonio di vigilanza, ossia i fondi propri dell'istituto di credito;
- *controllo prudenziale*: l'organo di vigilanza controlla il patrimonio della banca;
- *disciplina del mercato*: bisogna che sia data comunicazione della situazione finanziaria di ogni istituto di credito.

Inoltre, proprio per il clima di incertezza che aveva generato la crisi, molte banche diffidavano dal concedere mutui, portando ad un arresto del mercato.

A causa dei vincoli imposti e con la concessione del credito limitata, i tempi di attesa si sono notevolmente allungati e la sofferenza delle aziende che si affidavano al canale fu il risultato di questo tracollo finanziario.

Lo smobilizzo crediti e lo scoperto di conto corrente risultavano con tassi di interesse maggiori rispetto agli anni precisi.

L'ultimo modello in questione è il *prestito obbligazionario*, tipico delle società di capitali.

Si manifesta con l'acquisto di obbligazioni da parte di investitori, per le quali viene pagata una cedola per il rimborso del capitale prestato, comprensiva di interessi; la cedola può avere diverse scadenze a seconda del contratto.

Nonostante si sia creditori della società, si esclude solitamente il diritto di voto nelle assemblee, tanto che le azioni che vengono emanate sono definite *di risparmio*.

Il *finanziamento* tramite *emissione di azioni* è simile al prestito obbligazionario: vengono emesse nuove quote, dove i soci già facenti parte dell'impresa hanno diritto di prelazione su tali titoli, raccogliendo così ricchezza; l'aspetto negativo è la 1polverizzazione dell'azionariato, poiché nuovi investitori entrano nel capitale di debito.

L'alternativa migliore ricade spesso sull'autofinanziamento, in quanto l'utilizzo del capitale esterno genera insicurezza che si riflette sul possibile *fundrising* del mercato. Nel dettaglio, si opera un *trade-off* tra autofinanziamento e capitale di

debito, considerando che quest'ultimo è influenzato dagli *stakeholders* esterni. Nell'emettere nuove azioni ad un dato prezzo, è probabile che, a giudizio dell'investitore, queste siano sopravvalutate, comportando una raccolta minore in termini di denaro. Per questa operazione vengono emesse quote, con diritto di prelazione da parte dei soci, e gli aumenti possono essere sia a titolo oneroso che gratuito. Per quelli svolti a titolo oneroso, i più fanno riferimento al *diritto di opzione*, dove le azioni di nuova emissione vengono comperate dietro un corrispettivo fissato.

L'aumento di capitale operato dalla società è riconducibile a un'operazione straordinaria. La voce viene aumentata delle risorse necessarie per far fronte a nuove opportunità di crescita.

Quanto descritto è spiegato nella *Teoria dell'Ordine di Scelta* di Myers, della quale si vuole fornire un breve estratto per far comprendere la logica prima descritta:

“Suppose that there are three sources of funding available to firms: retained earnings, debt, and equity. Retained earnings have no adverse selection problem. Equity is subject to serious adverse selection problems while debt has only a minor adverse selection problem. From the point of view of an outside investor, equity is strictly riskier than debt”⁶.

1.3. Il *Private Equity*: una definizione del caso

I modelli sopra descritti rappresentano alternative che non richiedono ai finanziatori di entrare nel capitale di rischio.

In particolare, ne esiste uno, erogato solitamente da soggetti facoltosi o fondi di investimento, che prevede il conferimento di capitale di debito all'impresa in cambio di quote di partecipazione alla stessa: si fa riferimento al *private equity (PE)*.

⁶ Tratto dalla *“Pecking Order Theory”*.

A differenza di banche e assicurazioni, che ricevono quote ma non presiedono alle sedute del CDA, il *private equity investor* entra nell'azionariato e ha potere decisionale sulle scelte operative o di gestione aziendale.

Questo argomento è di particolare rilevanza, perché la coesistenza di due soggetti porta a dinamiche interne uniche: da un lato il finanziatore che prende decisioni riguardo la gestione operativa; dall'altro, invece, l'ideatore del progetto e proprietario delle restanti quote sociali.

La scelta a chi concedere il finanziamento non è di immediata e di semplice giudizio. L'*iter*, che verrà analizzato nel dettaglio al Capitolo 3, è articolato e dura diversi mesi.

Per cominciare, si effettua un'analisi esplorativa della società grazie a *inquiry* per conoscere settore e potenzialità dello stesso, oltre al progetto che si intende intraprendere e alla realtà aziendale che si palesa.

Successivamente, si passa all'analisi degli indici di bilancio e alla verifica dei conti (*due diligence*), in particolare di quelli significativi per il mercato in cui si opera, così da comprendere il margine di crescita e i possibili aggiustamenti da operare. Se la società è ritenuta meritevole, inizia la fase di erogazione del finanziamento, andando a definire il contratto e le quote sociali da assegnare alle parti.

Si rammenti che, mentre per il controllo *di diritto* si necessita del 50%+1 delle quote della società, per il controllo *di fatto*⁷ è sufficiente una percentuale minore, a patto che questo consenta il controllo al soggetto entrante. Pertanto, le società finanziatrici possono decidere di acquistare meno azioni dell'ente.

Con il coesistere di due soggetti nella stessa impresa, possono svilupparsi attriti a causa di una diversità di vedute; chi finanzia il progetto, solitamente, chiede risultati e margini operativi che contrastano con quanto si aspetta la controparte o, ancora, impone modifiche al *core business* dell'impresa, non in linea con i progetti originali.

Ecco che risulta fondamentale operare un *trade-off*, cioè il giusto compromesso tra quanto vuole il nuovo management e quanto è disposto a concedere il vecchio:

⁷ Nelle società quotate, l'azionariato è molto frammentato, così da creare delle quote di maggioranza minori rispetto a quelle "di diritto". Ad esempio, nelle società più grandi si potrebbe avere un controllo già con il 30% delle quote sociali.

massimizzare il profitto da un lato e mantenere la *mission* e la *vision* dell'azienda dall'altro sono i punti su cui imbastire un dialogo.

In un primo momento, si trova l'*underinvestment*, ossia l'investitore non investe a sufficienza nell'impresa; al contrario, l'*overinvestment* si ha dal momento in cui il manager utilizza un dispendio eccessivo di risorse materiali per i propri scopi.

Nonostante le possibili fasi di stallo, si riesce solitamente ad arrivare ad un punto di incontro tra le parti.

1.4. La struttura dei fondi

Si vuole fornire ora una panoramica dei soggetti eroganti il capitale nonché sulle forme in cui può svilupparsi il fondo. Si arriverà a definire tali persone che concludono il ciclo di finanziamento anche passando attraverso una disamina delle entità giuridiche che, a livello europeo, si articolano per formare un mercato dei capitali alternativo.

1.4.1. I fondi di investimento nel *Private Equity*

I fondi di investimento hanno una maggiore disponibilità liquida da investire rispetto al privato, poiché raccolgono capitale da persone giuridiche quali banche, *SGR* (società di gestione del risparmio), assicurazioni o imprese, con lo scopo di reinvestire il denaro in maniera profittevole. Le entità decidono di investire in virtù della possibilità di diversificare il proprio portafoglio titoli, acquistando opzioni in modo da tutelare il rischio derivante dal *core business* aziendale causato dalle fluttuazioni del mercato o della materia prima.

Da un'analisi approfondita risulta che il fondo ha una caratteristica differente rispetto alle imprese di beni e servizi, poiché *muore* nel momento in cui raggiunge il suo scopo, ossia quello di rendere profittevole l'investimento. Pertanto, la visione di lungo periodo delle società non coincide con l'orizzonte finito dei fondi di investimento, con questi ultimi che hanno una vita che si sviluppa su una decina di anni (dai 7 ai 12 per il *pe*, mentre può variare per il *venture capital*).

Tra le tipologie troviamo i fondi *chiusi* e i fondi *aperti*. La differenza risiede nel fatto che i primi non consentono il riscatto delle quote in forma continuativa, ma solamente alla conclusione dell'operazione (non è possibile *disinvestire*). In aggiunta, i fondi *chiusi* tendono ad investire in imprese non quotate, così da detenere nell'attivo del bilancio titoli non liquidi (la vendita è più articolata e lunga rispetto alle azioni di una società quotata).

In Europa, ma anche nel resto del mondo, risulta esserci un *gap* fra domanda e offerta di capitale. In particolare, soprattutto in fase di *start-up* e *seed*, le imprese non riescono a reperire risorse dalle banche. Dal lato domanda, le problematiche maggiori sono riscontrabili nell'investimento praticamente nullo in *R&D*, troppa rigidità nella legge fallimentare di ogni paese, difficoltà di accesso ai bandi pubblici e, infine, criticità legate a problemi congeniti degli stati, come corruzione e burocrazia. Dal lato dell'offerta invece, si hanno grandezze ridotte dei fondi, frammentazione normativa, mentalità chiusa e scarsa informazione.

Ciò che ha portato inoltre al *divario* prima dichiarato è stata anche la scarsa normativa (trattata nei prossimi paragrafi) inerente alle possibilità di circolazione e reperimento del capitale da parte dei singoli stati (enti pubblici).

Ecco che entrano in gioco i *venture capitalist* e i *business angel* che permettono di ridurre questo buco di risorse ma, nonostante le buone intenzioni, il volume delle richieste è nettamente superiore a quello dell'offerta proposta.

La normativa europea di riferimento è comunque molto stringente in termini burocratici e temporali. Inoltre, ci sono elevati costi fissi che bisogna considerare dal momento che si decide di svolgere operazioni in fondi con capitale "ridotto".

Da normativa UE, i fondi con il totale degli *asset* inferiori ai 100 milioni di euro non hanno gli stringenti obblighi a cui invece sono sottoposti i fondi con attivo superiore; la soglia può essere portata a 500 milioni dal momento che il livello di *leverage* è limitato e si rispettano determinati vincoli.

Tra tali imposizioni si trovano quelli di dichiarare le aziende che entrano a far parte del bilancio, così da determinare se ci sono realtà quotate o non quotate. Queste ultime sono soggette ad una normativa ancora più stringente, in quanto considerate più rischiose a causa dei titoli non liquidi.

Viene richiesto un obbligo di dichiarativa anche dal momento che si superano determinate soglie di partecipazione nell'azionariato dell'impresa (10%, 20%, 50% e 75%), in particolare se si acquista il controllo dell'entità.

La normativa procede e richiede di dotarsi di un *risk manager* e di implementare una politica di gestione dei rischi, da rivedere con periodicità annuale.

Infine, viene richiesto che ci sia una *relazione di rischiosità* fornita da un consulente esterno così da avere un parere indipendente rispetto al proprio. Tale rischiosità è legata anche alle politiche di remunerazione degli azionisti, in quanto bisogna che sia conseguito un utile e che la gestione dell'impresa sia considerata sostenibile, con performance positive.

Per quanto riguarda la costituzione del fondo, i requisiti minimi sono il capitale sociale minimo, che varia tra i 125.000 euro (il fondo è gestito da un ente giuridico esterno) e i 300.000 euro (il fondo è gestito internamente). Vengono richieste inoltre delle garanzie a tutela di eventuali negligenze degli operatori.

Dal momento che vincoli e obblighi sono rispettati, si ottiene il passaporto europeo, che permette di creare fondi nel paese d'origine o in uno dell'UE e di operare anche nel mercato in maniera libera.

La problematica, in questo caso, risiede nelle differenze tra normativa comunitaria e quella del singolo stato, poiché non tutti adottano la stessa imposizione fiscale. Servirebbe, da questo lato, una legge o una direttiva collettiva, così da ridurre i *gap* nazionali.

Il complesso e costoso apparato che si sviluppa fa aumentare i costi fissi, ragion per cui sono avvantaggiati i fondi di grandi dimensioni, in cui tali costi non sono considerati proibitivi o rilevanti.

1.4.2. I fondi di investimento nel Venture Capital

I costi fissi elevati citati in precedenza minano⁸ in particolar modo l'utilizzo del *venture capital*, che verrà approfondito più avanti, ma che consente, in prima

⁸ Il *vc* risente maggiormente dei costi fissi a causa del volume di affari inferiore rispetto al *pe*.

analisi, di fornire capitale a quelle imprese che si trovano in una situazione embrionale o che hanno necessità di reperire denaro per far partire l'attività. Ecco che la UE ha fornito una normativa *ad hoc* per limitare le spese di questi nuovi fondi. Lo scopo di tale provvedimento è quello di creare un nuovo mercato di concessione dei capitali per le *newco* o per le imprese in fase di *seed*.

Tale legislazione prevede sgravi fiscali notevoli, atti a migliorare la concessione del credito alle imprese che non hanno la possibilità di ricorrere all'indebitamento bancario come metodo di finanziamento.

Anche qui, la normativa⁹ impone restrizioni, innanzitutto per gli investimenti concessi, i quali devono avere come soggetto PMI comunitarie non quotate, secondo la definizione dell'ordinamento europeo per rientrare in tale categoria; inoltre, la sede deve essere in un paese UE e non possono farne parte società del settore finanziario.

Per quanto concerne la reportistica: c'è un obbligo in capo alle autorità nazionali con periodicità annuale sul portafoglio in possesso; viene richiesto di evitare i conflitti di interesse o di informare, in caso contrario, gli investitori; non può essere utilizzata la leva finanziaria oltre al capitale sottoscritto; il fondo deve avere risorse adeguate alle attività di investimento.

Per completare il quadro, l'ultimo step da svolgere da parte dell'UE è quello di emanare un modello comunitario per la tassazione e la normativa di riferimento a livello nazionale, così da evitare incongruenze o favoritismi di alcun tipo.

1.4.3. I partner e gli advisor

Il modello del fondo che maggiormente si utilizza vede due soggetti in particolare, i quali vengono chiamati a svolgere le operazioni di gestione e mantenimento dell'entità *target* designata. I soggetti vengono definiti:

⁹ Normativa UE n. 345/2013 (regolamento EuVECA), emanata nel medesimo anno ed entrata nell'ordinamento italiano dal 2014.

- *limited partners*, ossia i finanziatori dell'impresa; coloro che apportano capitale al fondo di investimento per l'acquisto, la gestione e la successiva dismissione dell'impresa;
- *general partners*, ossia i veri e propri gestori dell'azienda *target*, che vengono ingaggiati dai *LP* per operare nell'entità e conseguire un profitto nel medio/lungo periodo.

Tra questi, il rapporto di fiducia che si va a formare è una delle caratteristiche essenziali, con gli investitori (*LP*) che possiedono un ruolo decisionale, mentre i *GP* hanno le mansioni di gestione, investimento e disinvestimento delle quote azionarie.

Ai *GP* si affiancano, talvolta, soggetti esterni, definiti *advisor*, con competenze specifiche. Questi supportano l'attività di investimento.

L'*advisor* agisce in qualità di consulente, sempre tramite una delega concessa dal *limited partner*, e il contratto si conclude al raggiungimento dello scopo.

A titolo di esempio, una delle mansioni dell'*advisor* è quella di svolgere la *due diligence* e fornire informazioni rispetto alla bontà dei conti e agli indici di bilancio, elementi considerati fondamentali in ambito di acquisizione aziendale. Oppure, possono essere richiesti pareri e/o ulteriori analisi in ambito di scelta della società *target*.

La retribuzione di questi soggetti viene concordata *ex ante* con i *general partners*, così da non incorrere in situazioni (costi, n.d.r.) inaspettate da parte del *management*.

Il profitto dei *general partner* è un altro argomento centrale nella definizione della strategia da adottare. In genere, questi soggetti vengono remunerati con il 20% della plusvalenza che il fondo consegue dalla successiva rivendita delle quote. A questa remunerazione è legato anche un vincolo di rendimento atteso minimo, che si aggira tra il 6% e l'8%, a seconda della grandezza del fondo e dell'arco temporale.

Carried interest è la denominazione contrattuale di questo accordo fra le parti in causa.

Negli ultimi anni, in particolare dalla crisi del 2008 (mutui *subprime*) sono mutati i rapporti fra *limited* e *general partners*. In precedenza, i dialoghi tra le parti erano più rari e molte tematiche venivano demandate ai *GP* fin da subito. Al tempo

attuale, la comunicazione è molto fitta e vengono chiesti sempre più aggiornamenti da parte dei *LP* sull'andamento dell'azienda.

Ulteriori richieste vengono generate anche dai *GP*, in particolare sul fatto che i *LP* non abbandonino il fondo fino al compimento della vendita delle azioni della società *target*, così da evitare squilibri patrimoniali o modifiche al *business plan* concordato.

1.5. L'investitore privato: chi sono i *Business Angel*

Quanto appena descritto sopra non è l'unica via per reperire capitale, tant'è che si può fare affidamento anche sui soggetti privati: i *Business Angel (BA)*.

Sono finanziatori facoltosi, che investono in un business o in un'idea ancora embrionale o semplicemente nella prima fase di sviluppo.

Solitamente, la differenza tra questi e i fondi è riscontrabile sia dal punto di vista *qualitativo*, poiché il mercato su cui puntano i *BA* viene considerato di nicchia o poco sviluppato, sia dal punto di vista *quantitativo*, perché i finanziamenti erogati sono inferiori per quantità di capitale.

Si ritrovano molto spesso, in questa categoria, ex manager che investono in una specifica azienda, oppure soggetti che hanno un'esperienza pregressa nel settore dove si opera.

Oltre all'apporto di capitale, tali individui utilizzano le proprie *skills* in modo da fornire agli interessati un modello da seguire, sia dal punto di vista organizzativo che finanziario, quest'ultimo vero scoglio per chi si cimenta da novizio nella materia.

Il vantaggio che si crea è doppio: da un lato c'è l'apporto di conoscenze specifiche mentre, dall'altro, il finanziatore che porta capitali da poter utilizzare.

Il tratto caratteristico dei *Business Angel* è quello di investire una quantità di risorse limitata (siamo in un range che varia da 25.000 a 500.000 euro), e di farlo nella fase di *early stage* dell'azienda.

“Nel 2020 più della metà degli investimenti realizzati in Italia dai fondi di venture capital vedono coinvolti i Business Angel: 325 milioni di euro su 595 milioni totali.

Più del 50% degli importi investiti dai Business Angel nel 2020 è stato inferiore a 100mila euro (42% nel 2019) e solo il 5% ha superato la soglia dei 500mila euro (in netta riduzione rispetto al 26% nel 2019), ma aumentano le operazioni totali (279 nel 2020 rispetto alle 166 del 2019), con gli angel italiani che dimostrano resilienza, perseveranza e prudenza.”¹⁰

1.6. Una declinazione del Private Equity: il Venture Capital

Avendo trattato il *private equity*, si approfondisce ora una sua sottocategoria che, nonostante possa apparire a sé stante, fa parte dello stesso segmento.

Con il *pe*, il riferimento è a tutte le operazioni di finanziamento privato che erogano prestiti all’impresa ed entrano nel capitale di rischio della medesima.

Tra questi soggetti rientra pure il *venture capitalist (vc)*, cioè l’investitore (i soggetti) del *venture capital*.

Nella sostanza, il mercato e il modo in cui si opera sono i medesimi, ma il *vc* si concretizza in finanziamenti effettuati durante la fase iniziale dell’impresa, definita *early stage*, mirati pertanto ad uno specifico periodo.

Non si può parlare di *vc*, ad esempio, se si finanzia un’azienda in crisi ovvero in fase di quotazione nel mercato (*IPO*). Nell’etimologia della parola troviamo il termine latino *ventura*, che significa “*le cose che verranno*¹¹”; questo ad indicare, per l’appunto, la novità e l’incognito che circondano i finanziamenti effettuati dai *venture capitalist*.

¹⁰ IBAN è un’azienda nata nel 2019 senza scopo di lucro che ha come obiettivo quello di coordinare e sviluppare l’attività di investimento degli investitori informali.

¹¹ Fonte: Enciclopedia Tre Cani.

“Attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di start up, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo”¹².

Trovandosi nella fase iniziale, i finanziamenti sono contenuti rispetto al *pe*, sui quali influisce l'incertezza dell'operazione. Le persone che prendono la decisione di investire sono pionieri del progetto, i quali vedono nel *business plan* una possibile attività innovativa.

I finanziamenti sono incentrati nel medio/lungo termine, per consentire un ritorno economico a chi investe, ma il tasso di crescita è solitamente minore, in considerazione degli investimenti limitati.

La differenza sostanziale tra *pe* e *vc* sta nella quantità di denaro raccolto, come si è detto minore per il *venture capital*, e nella rischiosità dell'operazione, che è più alta in quest'ultimo; ovviamente, maggiore rischiosità equivale ad un maggiore ricavo in fase di exit, tant'è che sono maggiori i tassi di interesse¹³ e di rischio dell'impresa.

Lo scopo resta sempre il medesimo, cioè ottenere un ritorno economico significativo dell'investimento.

¹² Definizione presa dal Glossario della Borsa Italiana.

¹³ Per l'approfondimento della materia si rimanda al Capitolo 4

2. L'evoluzione del *private equity* e la normativa di riferimento

2.1. Introduzione

Lo scopo del seguente capitolo sarà quello di delineare l'andamento della normativa, oltre che l'evoluzione del settore negli anni. In particolare, nella prima parte verrà fornita una panoramica sul mercato, mentre nella parte conclusiva si lascerà spazio alla normativa italiana di riferimento e alle modifiche accorse nel tempo. Lo scopo sarà quello di far comprendere la grandezza del ramo di applicazione della materia, così da integrare con numeri reali le dimensioni astratte del primo e del terzo capitolo.

2.2. La nascita del mercato

La nascita del *pe* non è riconducibile ad un'unica data, ma si tratta di un processo frammentato, ancora oggi in continua evoluzione.

I precursori, ovvero America e regno Unito, furono presi come riferimento per i continenti in cui il fenomeno è, ancora oggi, maggiormente diffuso.

Già precedentemente allo scoppio della Seconda Guerra Mondiale, l'idea del *pe* si stava sviluppando negli USA; bisognerà attendere il 1946 per ottenere un risultato soddisfacente, ossia la nascita della *ARDC* (*American Research & Development Corp.*).

Questa associazione aveva come scopo quello di incoraggiare i soldati, reduci dalla Seconda Guerra Mondiale, a creare le proprie aziende e ad investire nel settore privato. L'*ARDC* avrebbe poi finanziato tali imprese, entrando soprattutto nel capitale di rischio delle stesse, così da invogliare uno sviluppo economico; di fatto, il *modus operandi* è simile a un moderno fondo di *private equity*. Purtroppo, dopo pochi anni dalla sua nascita, il progetto è decaduto a causa della mancanza di fondi e di politiche di investimento errate.

Nel 1958 fu emanato lo *Small Business Investment Act* (SBA), al quale segue la nascita delle *SBIC*, ossia società gestite e organizzate privatamente.

Le *SBIC* vennero create *ad hoc* per beneficiare dei tassi di mercato agevolati e della tassazione ridotta offerta dallo *SBA*, aumentando i numeri degli investitori e delle aziende che si rifacevano a questo canale.

Queste prendevano i fondi in parte dal governo degli Stati Uniti, in parte dai finanziatori privati quali banche o altri enti creditizi.

Tali finanziatori si dividono, a loro volta, in due gruppi:

- società gestite da privati, con dimensioni ridotte;
- società gestite da banche altri soggetti simili, con potere contrattuale maggiore e una più alta disponibilità economica.

Avendo delle leggi bancarie limitative, che impedivano agli istituti di credito di investire (soprattutto alle banche) nelle piccole imprese, le *SBIC* erano una soluzione allettante, che consentivano un canale alternativo, oltre ad avere poche limitazioni a livello burocratico.

L'investimento minimo per la creazione della società era tutto sommato contenuto e si aggirava intorno ai 5 milioni di dollari. Il guadagno era, per la maggior parte, derivante dal finanziamento del debito, con il profitto che veniva calcolato quale differenza fra il costo del prestito dello *SBA* e il tasso d'interesse che si applica alla società richiedente.

"Alcuni sono specializzati nel finanziamento del debito, mentre altri forniscono finanziamenti del debito in diverse forme. Quest'ultimo gruppo di SBIC è la fonte più ricca di finanziamento del debito per le piccole imprese al di fuori delle banche commerciali"¹⁴.

Nel 1979 fu emanato l'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), ossia una serie di direttive che imponevano ai *fondi pensioni* di fornire informazioni sul piano, pensionistico o di accumulo, che il soggetto intendeva sottoscrivere; ciò era risultato utile poiché informava la clientela della finalità e delle modalità di investimento dei propri risparmi. Tutt'oggi, con gli opportuni aggiornamenti, tale insieme di regole risulta di notevole importanza.

¹⁴ Fonte: DeThomas, Art. "Financing Your Small Business: Techniques for Planning, Acquiring & Managing Debt", Oasis Press, 1992

Attraverso i richiami citati si trova la ragione per cui il *private equity* è nato e si è evoluto negli anni partendo da questo Paese.

Inoltre, la costante evoluzione del ramo informatico fa intuire perché i maggiori investimenti erano eseguiti nelle aziende della Silicon Valley, punto di riferimento per il mercato della tecnologia.

Nonostante la Cina sia riuscita ad imporsi nei decenni come alternativa per i dispositivi elettronici (va ricordato infatti che la Cina fornisce materia prima e manodopera a basso costo), l'America rimane tutt'oggi in testa.

A titolo di esempio si desidera prendere Apple che, nonostante l'ascesa di Huawei e Xiaomi, due colossi della tecnologia cinese, riesce a far registrare numeri record, con un fatturato nel 2021 (anno della pandemia) di 362¹⁵ miliardi di dollari (circa un miliardo di fatturato al giorno), cresciuto del 33% rispetto al precedente anno e chiudendo con un utile d'esercizio di 108 miliardi. Per le cinesi, il fatturato complessivo è di 490 miliardi¹⁶, mentre l'utile è di circa 35 miliardi complessivi, ben al di sotto dell'americana.

Se si volta lo sguardo al versante europeo, la situazione cambia.

L'esplosione del mercato arrivò molto dopo gli USA e non riscosse tanto successo nell'immediato; a puntare sul *pe* e sulle sue derivazioni fu il Regno Unito.

Nel 1945, la Bank of England e alcuni tra i maggiori istituti di credito, fondarono la *3i - Group Plc*. Lo scopo era quello di erogare capitale alle piccole imprese che, nel dopoguerra, faticavano a ricevere finanziamenti da parte delle banche e non possedevano competenze sufficienti nella finanza aziendale.

UK e America furono legate anche da un episodio avvenuto tempo addietro, ossia l'acquisizione, alla fine del 1800, da parte di alcuni fondi comuni di investimento, di quote della società *American Railways*, le prime ferrovie americane.

Tale operazione fu un atto di mera speculazione, incentrata sulla vendita delle future partecipazioni ad un prezzo maggiore; ciò non toglie che la visione del mercato, nel complesso, iniziò a mutare e pose le basi per il *pe* di oggi.

Infine, per l'Italia, il percorso è ancora più *recente* rispetto agli altri due paesi: la normativa inizia ad essere emanata dal 1987.

¹⁵ Fonte: Apple.com

¹⁶ Per Xiaomi, il fatturato comprende tutte le linee di produzione, non solo quella di smartphone e tablet.

La frammentazione del mercato e la dimensione ridotta delle aziende che compongono il nostro territorio contribuirono all'evoluzione tardiva; fu complice, inoltre, la difficile valutazione delle società, con dati scarni e superficiali, ma soprattutto la mentalità imprenditoriale chiusa e non votata al cambiamento.

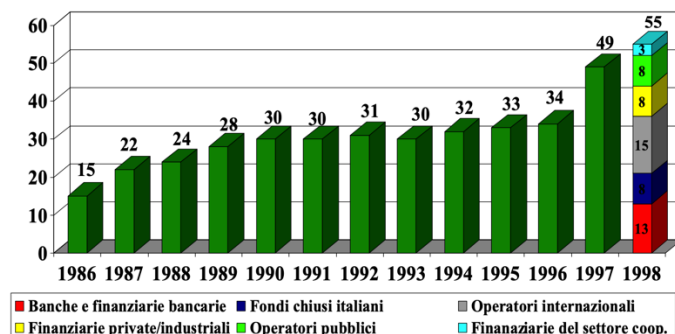


Tabella 1.1

Fonte: AIFI, Dati del mercato Private Equity e Venture Capital, 1998

I dati raccolti nel seguente grafico testimoniano quanto detto precedentemente: si osservi come, ad un aumento degli operatori, corrisponda una tendenza del mercato a sedimentarsi dopo tre anni, a causa dello scetticismo popolare.

2.2.1. Il contesto italiano

In Italia, l'evoluzione del mercato passa attraverso diversi periodi chiave, riconducibili al progresso della normativa negli anni.

Nel dettaglio, si ha:

1. delibera del CICR del 1987;
2. Testo Unico in ambito bancario e creditizio del 1993;
3. TUF del 1998;
4. Decreto della Banca d'Italia del 1999;
5. Riforma del titolo V del TUF;
6. AIFMD sulla Gestione dei Fondi di Investimento Alternativi.

Il punto di partenza risale al 1986, quando agli istituti di credito e a quelli centrali di categoria (banche e assicurazioni), fu precluso di investire in modo diretto nel capitale di rischio delle imprese.

Dal 1987, grazie all'introduzione della legge che permetteva di impiegare denaro in tale capitale, questo obbligo venne eliminato.

I finanziamenti e il numero di operazioni che si potevano portare a termine erano limitati, ma almeno l'Italia aveva modo di affacciarsi sul mercato del *pe*.

Successivamente, fu emanato il *TUF*¹⁷ (Testo Unico Finanziario), che effuse linee guida fondamentali concernenti gli investimenti possibili nel capitale privato, nel caso in cui facesse parte di aziende di erogazione del credito; per quanto inizialmente stringenti, tali limitazioni andarono via via a diminuire.

Nel 1993, venne concesso di operare nel mercato del *private debt* ai fondi chiusi di investimento, diventando, tale concessione, di fatto uno degli strumenti chiave su cui puntare, in considerazione del successo riscosso nelle altre economie per mole di capitale prodotto e numero di operazioni concluse.

Nel 1998, infine, venne riconosciuto anche alle SGR¹⁸ il potere di investire nel mercato del capitale privato; fu una svolta importante poiché queste rappresentano una, se non la migliore, fonte di raccolta del capitale su cui i fondi possono puntare per il *fundraising*.

Se si presta attenzione alle date, si nota che il passo tenuto dall'Italia è diverso rispetto a quello di America e UK, in cui i volumi sono superiori rispetto ai maggiori anni di vita del settore, sintomo che il nostro paese è arretrato sia riguardo alle tempistiche che per quanto riguarda la mole di operazioni.

La quantità di transazioni e la frammentazione del territorio sono legate allo scetticismo iniziale e alla mentalità chiusa dell'imprenditore, già menzionato nel primo paragrafo, che, nel complesso, hanno contribuito alla nascita tardiva del mercato.

Nella concezione delle grandi entità statali che ritroviamo nell'impostazione dello stato fino agli anni 2000, la *borsa* ha un ruolo solo marginale, connesso al

¹⁷ Decreto legislativo n. 58/1998, conosciuto anche come Legge Draghi. È stato modificato innumerevoli volte nell'arco della sua esistenza a causa delle numerose direttive europee che vennero emanate negli anni successivi.

¹⁸ Società di Gestione del Risparmio. Le loro attività sono la gestione patrimoniale, la gestione dei fondi pensione e la gestione collettiva del risparmio.

reperimento dei fondi. Ad ogni modo, il sistema in cui venne gestita, non era di aiuto alla causa del *pe*.

Con il decreto del 1998 prima e con la globalizzazione poi, che ha portato a nuovi mercati e nuovi modelli tecnologici, lo sviluppo delle imprese era stato sempre più radicale, anche banalmente per rimanere al passo con i diretti *competitors*.

Nei prossimi paragrafi si analizzeranno le informazioni riguardanti gli operatori del mercato e i volumi dello stesso, e come siano aumentati esponenzialmente.

2.2.2. Il contesto europeo

Il contesto internazionale è molto frammentato e di non facile analisi, soprattutto per la poca disponibilità di dati messi a disposizione dai vari *database*. Pertanto, si cercherà di fornire un quadro generale del modello europeo più attendibile possibile, per poi focalizzare l'attenzione sul continente americano e ottenere un metro di paragone sulle fonti e sull'evoluzione del mercato.

Tra il 97'-00, quello europeo risentiva della bolla della *dot-com*, che già aveva colpito l'America. Successivamente, la ripresa dell'economia e i nuovi sbocchi che il mercato offrì portarono ad uno sviluppo del *pe*: si pensi all'uso da parte delle aziende dell'*e-commerce* e all'impatto che questo ebbe sul volume delle transazioni e sulla possibilità di conoscere nuovi clienti, nonché sulle logiche del marketing e sulle sue evoluzioni.

Tra il 1999 e il 2003, i numeri parlarono di un capitale raccolto intorno ai 168⁴ miliardi di euro, mentre il capitale investito fu di circa 141⁴ miliardi. Di quest'ultimo, circa il 60% fu riconducibile ad operazioni di *buy-out*, mentre il resto si riferiva al *vc*.

Le società su cui si investì furono 8575¹⁹.

Il mercato iniziò a crescere, soprattutto nei primi anni, quando sempre più paesi si fecero trascinare dall'ondata positiva degli investimenti oltreoceano.

¹⁹ Fonte: EVCA\PEREP_Analytics

Le aziende neocostituite fecero fatica ad imporsi a causa degli innumerevoli finanziamenti legati al *buy-out*, del poco interesse dimostrato per i progetti di R&D²⁰ e a quello per le operazioni di VC.

Lo scetticismo derivò da anni di politiche diverse, non abituate al modello capitalista. D'altronde, le economie europee furono ancora basate sul modello misto, con innumerevoli aziende che possedevano partecipazioni pubbliche di maggioranza o che si assumevano parte del rischio.

I modelli che tutt'oggi si conoscono sono:

- da una parte le idee di Adam Smith, basate sull'iniziativa privata del cittadino;
- dall'altra quelle di Karl Marx, basate sull'intervento dello stato nell'economia.

Lo scetticismo iniziale che si ebbe nei confronti del modello opposto (nel caso europeo verso il *liberismo*), diminuì solo negli ultimi anni; aziende come ENI, con la liberalizzazione del mercato dell'energia, oppure Telecom (ora TIM) con la liberalizzazione delle reti di telecomunicazioni, che videro il riversarsi di nuovi *competitors* spinti dalla possibilità di profitto che il mercato poteva offrire.

Le similitudini tra il modello inglese e quello americano furono il motivo principale dello sviluppo del *private equity* in questi paesi.

Quest'ultimo mercato continuò a crescere fino al 2007, anno della crisi dei mutui *subprime*, con il tracollo della Lehman Brothers al momento dello scoppio della bolla.

Da allora e fino al 2009, il *fundraising* fu molto ridotto, complici il timore e la poca disponibilità di risorse. Nel 2009, questo si attestò solo al 17% per il *buy-out* e al 60% del *vc*, rispetto a quanto incassato nel 2008.

Successivamente, il mercato iniziò a cambiare: le raccolte di capitale diminuirono e, nel 2013, anno in cui ci fu una crescita dei fondi disponibili, che ad ogni modo non arrivarono ai livelli del boom del 2003, né tantomeno quelli del 2007 precrisi. La tendenza rimase costante per gli anni a venire.

Dal 2013 crebbero notevolmente gli investimenti fatti in *Ricerca e Sviluppo (R&D)*, quindi in fase di *seed* dell'impresa e in *early stage*. Il capitale raccolto aumentò (nel 2013 fu di circa 53,6 miliardi, un terzo di quello del 2003), ma gli investimenti

²⁰ Ricerca e sviluppo

furono più contenuti e frammentati; infatti, mentre prima si aggiravano su diversi milioni di euro per impresa (cosa comunque comprensibile considerando che gran parte degli investimenti servirono per ottenere la quotazione in borsa o per aziende già ben avviate), si arriva ora ad un tetto massimo di un milione.

Oggi, i *mega deals*²¹ sono notevolmente diminuiti, sia per la poca disponibilità al debito concessa dalle banche, sia per, appunto, le dimensioni delle operazioni che venivano portate a termine.

L'espandersi dei mercati ha giocato una carta fondamentale per quanto riguarda questo settore, che deve tutta la sua efficacia proprio alle aziende con un grosso potenziale di crescita ma, in particolare, che possiedano una *mission* ed una *vision* innovative.

A partire dal 2015, in Europa, ci fu l'avvento nel mercato dei paesi scandinavi, che si svilupparono sia dal punto di vista delle infrastrutture, sia riguardo alle esigenze che il settore richiede.

A distanza di 4 anni, nel 2017, la raccolta di capitale si attestò sui 92 miliardi di euro, dati incoraggianti ma che non arrivarono ai 168 miliardi del 2003; la nota positiva riguarda il *vc*, il quale rimase in stabile aumento, sintomo del mutamento sopra descritto.

Dalle ultime stime, si ha una crescita che si blocca al 2020, anno dello scoppio della pandemia. Il protrarsi della guerra in Ucraina, inoltre, a causa della Russia, potrebbe rallentare ulteriormente sia il *fundraising* che gli investimenti. Questo è intuibile anche dall'aumento dell'inflazione (secondo una stima del Corriere della Sera, al 2 settembre, l'aumento è stimata all'8,4% per il 2023) che contribuisce a diminuire il potenziale di investimento dei risparmiatori²².

2.2.3. Il contesto americano

Il mercato americano presenta caratteristiche differenti rispetto a quello europeo, sia per finalità che per natura. Grazie al numero elevato di grandi aziende e quotate, il settore è composto diversamente rispetto al nostro. La capacità con cui

²¹ Il termine è riferito agli investimenti che superano, per denaro, la media degli altri investimenti.

²² BPM, "Perché investire è importante e l'inflazione è un pericolo", 2022

reperire i capitali, inoltre, è facilitata, nonostante i controlli siano aumentati negli anni, soprattutto dopo il 2008.

Per concludere, l'indice di *turnover* del mercato del lavoro è molto più elevato rispetto a quello europeo, ad indicare un cambio più repentino del personale, con conseguente ridimensionamento dell'organico in maniera più rapida e semplice. Mentre per l'Italia, la manodopera è considerata pari a costo fisso, in America è un costo variabile, andando ad abbattere il punto di *break-even*²³.

Questo è un indicatore fondamentale per un'azienda, perché informa su quale sia il prezzo minimo di vendita, della merce o del servizio, per ottenere un risultato d'esercizio in pareggio e, in un secondo momento, con l'utilizzo di tale dato, l'azienda reperisce informazioni utili sulla *best way* per finanziarsi.

Trovarsi in un sistema capitalista, nel quale le imprese hanno accesso ai finanziamenti sia dal lato pubblico che da quello privato, fa capire la diversità rispetto alla nostra realtà.

Dopo i primi anni dalla nascita del mercato, a partire dal 2000 e fino al 2004, ci fu una tendenza altalenante ma crescente, sia per la raccolta fondi che per quanto riguarda le operazioni concluse.

Il miglior dato lo si ritrova nel 2004, con 82²⁴ operazioni concluse e un capitale investito di circa 20²⁵ miliardi di dollari.

Dopo il 2004, ci fu una contrazione del mercato, con una caduta nel 2005 ma una ripresa nel 2006 e 2007, anno in cui si registrò il miglior risultato di sempre, con 91⁵ operazioni concluse.

La contrazione record ha come riferimento la bolla speculativa del 2007-2008 che segnava, per i due anni successivi, la peggior prestazione di sempre (rispettivamente 7 e 13 operazioni chiuse).

Dal 2010 il mercato ricominciò la sua ascesa, ma in maniera discontinua, a causa delle mutazioni che la crisi si portò dietro.

Appurato il *fundraising* costante, la conclusione che oggi si può trarre è che il mercato viri su nuovi modelli per i finanziamenti alle imprese.

²³ Punto di pareggio, solitamente quello a cui bisogna fissare il prezzo del bene o del servizio per avere un pareggio a bilancio.

²⁴ Fonte: Thomson Venture Economics - NVCA

²⁵ Per quanto concerne i numeri che vengono forniti, si fa riferimento al Venture Capital, in quanto sono troppo frammentati e poco attendibili i dati riferiti all'intero Private Equity.

I settori su cui concentra le proprie energie sono soprattutto quello tecnologico, che resta in calo rispetto ai primi anni, quello medico (*med tech*)²⁶, quello delle biotecnologie (*bio tech*) e, infine, quello delle telecomunicazioni.

L'attuale pandemia rende i dati incerti, anche se molti fondi si sono adoperati (e lo stanno tutt'ora facendo) per entrare nel settore delle nuove tecnologie biomediche, considerati i profitti guadagnati dalle aziende farmaceutiche quali, e se ne citano solo alcune, BioNTech e Moderna.

Nel 2013, solo il 7% del capitale raccolto fu investito nella *med tech*, mentre il 9% fu investito in quello della biotecnologia.

Con il passare degli anni, il mercato iniziò ad aumentare in maniera esponenziale i propri profitti, fino al 2021, anno in cui BioNTech ha chiuso con un +1034% di utili rispetto all'anno precedente, mentre Moderna ha segnato un +721%.

Tali dati sono condizionati in larga parte dalla vendita dei vaccini, ma gli ambiti di specializzazione e di intervento per il settore sono innumerevoli.

Le analisi del 2018 parlarono di operazioni finanziarie concluse per un ammontare di 63,1²⁷ miliardi di dollari, pari al 50% in più rispetto all'anno precedente.

L'aumento degli investimenti, oltre a confermare quanto riportato, indica una propensione del mercato a muoversi in anticipo verso i settori che registrano migliori possibilità di guadagno.

2.3. La normativa italiana di riferimento

Nell'analisi del Private Equity, gioca un ruolo centrale l'insieme di regole che vengono dettate dal codice. Si è d'innanzi ad un modello nuovo, sviluppatosi solo negli ultimi anni, che risente, per alcuni tratti, di una normativa poco chiara e molto datata, che necessita di essere rivista, e di regole comunitarie che permettano di adeguarsi al contesto internazionale.

²⁶ L'ambito di applicazione è più ampio e riguarda la tecnologia applicata alla medicina. Il termine è stato coniato negli ultimi anni dall'OMS.

²⁷ Fonte: Bain&Company

2.3.1. La responsabilità precontrattuale

L'analisi del *private equity* passa anche attraverso la normativa della materia, nello specifico riconducibile ai *patti sociali e parasociali*.

Il primo elemento preso in considerazione è il modello delle *lettere d'intenti*.

Questa è di primaria importanza e identifica l'inizio della trattativa per la successiva acquisizione dell'impresa. Attraverso la lettera d'intenti si vuole porre una guida per l'avanzamento del negoziato.

Gli obiettivi principali sono due:

- fornire dei termini principali sui quali è stata già raggiunta un'intesa (si passa attraverso l'*inquiry*);
- definire le attività procedurali con le quali le parti intendono portare avanti il progetto.

Tra questi due elementi c'è margine per operare un *trade-off*, che si concretizza in un ottimo compromesso per arrivare alla chiusura in tempi brevi e con delle *milestone* definite.

Il problema si può riscontrare nell'intento delle parti: mentre un soggetto può recepire la lettera come un documento conoscitivo e facilmente modificabile pari, si può dire, ad una stretta di mano, può essere un documento valido a tutti gli effetti.

Il problema si palesa a causa della mancanza di una normativa di riferimento per il contesto italiano; ecco che diventa fondamentale conoscere l'intenzione della controparte per non incorrere in rischi.

Mancando, nel codice, un punto fermo che identifichi la *lettera d'intenti*, si rinvia alla *buona fede* contrattuale, che si può invece trovare nell'ordinamento italiano all'art. 1337 del Codice civile:

“Le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede.”

Nel dettaglio, si richiede alle parti di mantenere un comportamento consono alla trattativa in atto, ad esempio facilitando la *due diligence* o evitando comportamenti

opportunistic, volti a intralciare la riuscita del buon affare, a nascondere illeciti o, ancora, situazioni più gravi di quanto si voglia invece dimostrare.

Sempre in buona fede, si devono rispettare le date concordate per la chiusura dell'operazione, in aggiunta alla possibilità, ove prevista dal contratto, di recedere grazie a una serie di possibili motivi sopraggiunti, che devono in ogni caso essere dichiarati a priori e trascritti nel documento.

La *buona fede* viene richiesta anche ai terzi soggetti, oltre che alle parti, come ad esempio possono essere gli intermediari della trattativa.

Nel caso in cui venga meno quanto detto sopra, sia da parte di terzi che dalla controparte stessa, si deve considerare il danno causato dalla mancata riuscita dell'operazione e la valutazione dello stesso; non sempre è di facile analisi, poiché il terreno su cui si opera è labile e il danno non sempre risulta di facile quantificazione.

Ad ogni modo, è compito della parte *non inadempiente* dimostrare che non è stato possibile concludere affari con soggetti diversi e, di conseguenza, di aver subito un danno tale da aver diritto ad un risarcimento (esclusa l'interruzione dell'affare verificatasi, tuttavia, in *buona fede*).

Altri elementi che vengono solitamente inseriti nella lettera sono *l'impegno di confidenzialità e l'esclusiva*.

Partendo dal primo, si tratta di una clausola annessa per la tutela dell'azienda intenzionata a vendere, nel caso si verifichi la divulgazione di informazioni sensibili che possono essere condivise per la *due diligence*. Una violazione di tale adempimento comporta il venir meno della buona fede e, di conseguenza, il risarcimento del danno cagionato.

Con riferimento al secondo punto, *l'esclusiva* si utilizza per la maggiore come tutela dell'acquirente, in modo che sia protetto da potenziali concorrenti e/o da comportamenti opportunistici messi in atto dal venditore.

Anche qui vige una responsabilità contrattuale, identica a quella sopra riportata.

Infine, l'ultima fase precontrattuale è riconducibile alla *due diligence*, cioè l'analisi dei conti e delle aree di interesse della società, a cui si rimanda al capitolo 4 per l'approfondimento e per l'analisi.

2.3.2. Responsabilità contrattuale

Appurata la responsabilità precontrattuale delle parti e i comportamenti che devono essere tenuti, si pone l'attenzione sul contratto vero e proprio.

Anche qui, come è successo per la *lettera d'intenti*, si ha un contratto che, secondo la modalità in cui viene redatto, ricade o nel *contratto preliminare* ovvero nel *contratto definitivo*.

La differenza risiede, in *primis*, nella suddetta *volontà* delle parti di portare a conclusione il processo di compravendita. Successivamente, le due tipologie si contraddistinguono in quanto viene modificato il diritto di proprietà del bene. Proprio come nel caso di iscrizione di un credito a bilancio, il quale può essere fatto solo dal momento in cui la merce è disponibile (solitamente viene valutato l'*incoterm* del DDT per comprendere quando il possesso passa alla società), anche nel bene in questione il diritto di proprietà si acquisisce dal momento in cui il contratto viene depositato presso l'Agenzia delle Entrate.

Pertanto, nel caso in cui venga concluso un contratto *preliminare*, il diritto di proprietà resta in capo al venditore, e così sarà fino alla data del closing dell'operazione.

Solitamente, la prassi vede la definizione di un *contratto preliminare*, dove vengono discussi i temi principali (soprattutto la pattuizione del prezzo e la vendita delle azioni) e dove vengono definite le date di scadenza; una volta giunte queste ultime, se non sussistono questioni straordinarie che valgono la discussione tra le società, il contratto stipulato può tramutarsi in un *contratto definitivo*, con il successivo passaggio di proprietà in contropartita al pagamento del prezzo pattuito.

Il *contratto preliminare* è, ad ogni modo, solo una premessa al successivo *contratto definitivo*, inteso come volontà delle parti di arrivare ad una conclusione.

Si possono inserire dei *covenant*, cioè particolari vincoli posti a carico di una delle due parti, volti a evitare comportamenti opportunistici o dannosi.

Un esempio è la conclusione di operazioni considerate di straordinaria amministrazione attuate dal venditore nel momento in cui è stato firmato un contratto preliminare (tale pratica che può essere portata a termine solo con il consenso della controparte). Ancora, potrebbe trattarsi della dismissione di un

cespite o la liquidazione dei membri del CDA, tutti eventi che influiscono sull'operatività dell'azienda stessa.

La data di chiusura dell'operazione si definisce *closing* e avviene dal momento in cui si effettua la *scrittura privata autenticata* di fronte ad un notaio, la quale deve essere depositata, entro 30 giorni, presso l'Ufficio delle Imprese dove è posta la sede legale della società.

Antecedente alla data del *closing*, per la natura dell'operazione, viene chiesto che sia informato l'*Antitrust* e che si riceva comunicazione positiva da quest'ultimo.

Tra firma dei contratti e *closing* può esserci una ulteriore analisi del prezzo pattuito, che può essere modificato se risultano alterati taluni indici considerati centrali per il processo in atto.

Agli indici appena menzionati vengono collegati anche i *diritti di recesso*, ossia clausole al verificarsi delle quali si manifesta il venire meno di elementi considerati fondamentali, una o entrambe le parti hanno la possibilità di recedere giustamente dal contratto.

2.3.3. Il prezzo pattuito e le garanzie

In capo al venditore resta un vincolo molto importante, ossia la rappresentazione veritiera e corretta del bilancio d'esercizio; infatti, tutta la *due diligence* effettuata parte da tale presupposto.

In considerazione del fatto che sono molti i mercati in cui un'impresa può operare, risultano molteplici anche gli indicatori che vengono presi in esame.

A titolo di esempio, sarebbe inutile valutare una società immobiliare sul fatturato, in quanto il patrimonio sarà per la maggior parte derivante dall'attivo immobilizzato.

Nella prassi non è inusuale che le parti si trovino a ridiscutere il prezzo di vendita, anche in un momento successivo al *closing*, magari in virtù di modifiche accorse al bilancio d'esercizio.

Questo processo non mina la buona riuscita dell'operazione, ma rappresenta solo un dialogo per arrivare a un compromesso.

Come ultimo argomento, si trattano le *garanzie* che *devono* essere prestate dal venditore al compratore in modo che quest'ultimo non si trovi passività inaspettate o elementi negativi quali vincoli sui beni o limiti ai propri diritti nei confronti della società.

La prima garanzia che viene richiesta è inerente alla *veridicità* e correttezza del bilancio, la quale viene richiesta dal Codice civile; questa implica la non difformità da quanto dichiarato per l'oggetto in questione. Risulterebbe scomodo scoprire, una volta operato il closing che, ad esempio, alcuni dipendenti hanno un salario inferiore rispetto a quanto gli spetterebbe dal CCNL, andando a deteriorare la bontà delle informazioni in possesso.

Le due tipologie di garanzie che possono essere inserite sono le *sintetiche* oppure le *analitiche*. Le prime sono insolite, poiché offrono una protezione pressoché nulla, ma sono comunque consentite dall'ordinamento. Le seconde, all'opposto, offrono una copertura molto più ad ampio raggio, e consentono di tutelare il compratore da vizi e passività che possono emergere.

Nel dettaglio, alcuni esempi di garanzie di tipo analitico possono essere:

- esistenza dell'azienda stessa e del suo *good standing*, quindi che non sia gravante di vincoli o elementi che ne possono limitare l'operato o la stabilità;
- i beni non siano soggetti a diritti vantati da terzi, quali possono essere il pegno o l'ipoteca;
- che non ci siano vincoli o clausole all'utilizzo di brevetti o marchi, e quindi che il *know-how* sia pienamente disponibile;
- che ci sia la facoltà di iscriversi i crediti dichiarati a bilancio, e quindi che questi non siano deteriorati ovvero fittizi;
- che il magazzino sia correttamente valutato.

Si rammenti che le garanzie sono oggetto di negoziazione tra le parti, pertanto, durante la stesura del contratto, è bene prestare attenzione a quali vengono inserite.

A queste sono collegati anche gli *indennizzi*, ossia risarcimenti corrisposti per il mancato raggiungimento di elementi essenziali o per errori di bilancio che sono stati rilevati. Per gli indennizzi si fa riferimento alle franchigie, che possono essere *minime*, *assolute* oppure *massime*.

Le prime riguardano importi della franchigia sotto i quali il venditore non è costretto a pagare il compratore. Le seconde riguardano importi che il compratore dovrà superare per richiedere l'indennizzo.

Infine, le massime, sono il più alto importo che può essere richiesto al venditore. Da notare come nelle massime si possa arrivare anche all'intero importo pattuito per l'acquisto delle azioni della società (anche se di difficile realizzazione e non così comune nella prassi).

Quando si fa riferimento a valori da superare si vuole intendere il danno causato dalla *negligenza* o dalla *volontà* del venditore di non mettere tutte le informazioni a disposizione della controparte; nella prassi si parla di asimmetrie informative, le quali verranno trattate nei capitoli successivi.

3. Un focus sulle operazioni

3.1. Le fasi dell'operazione

Nel seguente capitolo verranno approfonditi gli stadi dell'operazione, ossia come collegare il *pe* ad ogni momento del ciclo di vita dell'impresa, con un *focus* per ciascuna fase dal punto di vista del finanziatore.

Lo scopo sarà indicare il perché, da dove è nata e come è stata sviluppata l'operazione. Inoltre, si intende fornire una panoramica del modello, non tanto sul miglior metodo per finanziarsi, quanto più su quello attuabile per ciascuna realtà, considerando in che stato dell'impresa ci si trova.

3.1.1. Le operazioni in fase di avvio

Si intende trattare ora il *seed capital*, ovvero il capitale e le risorse necessarie ad avviare l'attività. L'azienda non presenta ancora una propria struttura definita né si è sviluppata, ma rimane un'idea che il manager desidera realizzare, o che si trova proprio alle primissime fasi di avvio.

Le forme che il PE, in *pre-avvio*, può acquisire sono quelle dell'*incubatore*, del *business angel* (già trattato nel Capitolo 1) e del *crowdfunding*.

Si precisa che esistono disallineamenti per qualsiasi mercato, concretizzati nella crescita dello stesso e nell'avanzamento della tecnologia, quest'ultima caratterizzata da un ritmo di sviluppo molto più sostenuto rispetto al primo. Per tale motivo, molte imprese si trovano in difficoltà nel medio/lungo periodo, appunto per la scarsità di investimenti e/o per infrastrutture obsolete.

Si deve fronteggiare una classe imprenditoriale *self-made*, che conosce il settore in cui lavora ma non è aperta all'evoluzione tecnologica. Di contro, esistono molti professionisti preparati nel proprio campo di applicazione grazie alla formazione, ma con una scarsa propensione ad iniziare la propria attività, complice, soprattutto (da diversi anni a questa parte), l'instabilità politica, l'evoluzione della pandemia e le tensioni che si vanno a creare tra i paesi.

Arriva in aiuto un modello nuovo, sviluppatosi in America alla fine degli anni '70 e adottato anche dal continente europeo; si sta parlando degli *incubatori*.

“Gli incubatori di startup sono organizzazioni che accelerano la nascita di un’impresa attraverso un processo sistematico, che prevede vari passaggi e strumenti di sostegno... senza capitali nessun progetto imprenditoriale potrebbe vedere la luce e gli incubatori di imprese offrono il proprio supporto anche per ottenere gli incentivi per startup”²⁸.

Operare in un’impresa nel breve periodo è un’operazione accessibile a chiunque abbia una conoscenza della materia economica. La vera sfida si presenta nel momento in cui l’attenzione viene focalizzata sul medio/lungo termine.

Esistono una serie di dinamiche che si intrecciano per arrivare ad un progetto di successo:

- in *primis* i finanziamenti, con i successivi investimenti, che conducono ad una innovazione del processo produttivo;
- il *know-how*, il quale è sviluppato internamente come combinazione di capitale, manodopera, conoscenze esterne ed esperienza nel settore;
- le giuste *skills* tecniche in ambito finanziario ed economico, così da affrontare con duttilità i problemi che possono palesarsi.

Perdurare nel tempo non è semplice, soprattutto se non si possiedono le giuste competenze.

In questo caso aiutano gli *incubatori*, ossia degli *hub* veri e propri che forniscono capitale, spazi per avviare l’attività, competenze tecniche e contatti con clienti e fornitori.

Già presenti nelle economie di molti paesi, sono assimilabili a centri di ricerca, nei quali si trova personale qualificato (in materia economica), fondi e altri elementi vantaggiosi al proprio fine; di fatto, i maggiori *hub* sono le università e i poli di ricerca delle stesse.

Gli *incubatori* possono essere di due tipologie:

²⁸ Fonte: Banco BPM

- *profit oriented*, ossia basate sul profitto. Si tratta di privati che possono chiedere una partecipazione azionaria;
- *non profit oriented*, alla cui base si trova l'idea innovativa, mentre il guadagno passa in secondo piano. Il punto forte di questa tipologia è nel benessere collettivo.

Comunque la si guardi, chi utilizza gli incubatori ha un incremento più marcato rispetto a chi decide di non richiederli²⁹.

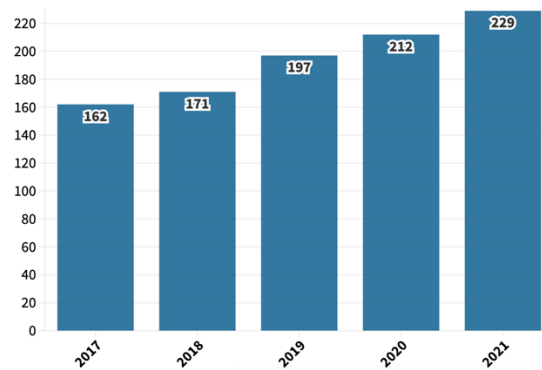


Tabella 1.2

Fonte: Italiaindati.com

Il grafico fornisce una chiara rappresentazione dello sviluppo accorso nel tempo, dove nell'asse delle ascisse si trovano gli anni, mentre in quello delle ordinate il numero degli incubatori al 31 dicembre.

L'andamento positivo indica che numerose imprese hanno richiesto di essere aiutate. In particolar modo, gli incubatori hanno concesso capitale o risorse a circa 229 *start-up* innovative, con un aumento costante dal 2017, dove il numero fu di circa 162.

Riguardo alla loro diffusione, l'Italia resta alle spalle rispetto al resto d'Europa, sia a livello pubblico che privato, con le prime posizioni occupate da Germania, Spagna e Francia.

Successivamente agli *incubatori* si è parlato dei *business angels*, ossia investitori privati che dedicano limitate somme di denaro a un progetto innovativo. Il modello nasce per immettere capitale nel sistema, con l'aiuto di soggetti esperti negli investimenti da effettuare. La spinta viene dalla conoscenza di materia e

²⁹ Fonte: "Dall'idea all'impresa - il ruolo degli incubatori"; Gervasoni, 2004

settore, in quanto chi compie l'azione, solitamente, sono *ex manager* in pensione o, ancora, chi ha lavorato in tale ambito.

Per non effettuare spostamenti eccessivi nel mercato di riferimento, si preferisce addirittura operare nella medesima regione in cui si era soliti effettuare operazioni in precedenza, così da non avere divergenze dal modello affrontato negli anni.

Il *business angel investor* è aiutato anche dalla normativa, che dal 2019 portò ad un alleggerimento fiscale dal 30% al 40%, potendo detrarre l'investimento di tale percentuale. Esattamente come gli incubatori, anche i *ba* hanno avuto uno sviluppo negli ultimi anni, tanto che nel biennio 2019-2020 il tasso di crescita del settore fu del 15,8%³, mentre quello dei capitali immessi aumentò del 6,1%³⁰.

Infine, come ultimo, troviamo il *crowdfunding*, letteralmente "*fondi dalla folla*".

Questi vengono raccolti attraverso siti web, con le persone che sono esse stesse finanziatori, le quali investono un capitale inferiore rispetto ai campioni precedenti. Si concentrano, nella maggior parte dei casi, su aziende *high-tech*.

Le prime operazioni si eseguirono per supportare band musicali e per il restauro delle opere d'arte; successivamente, considerato il successo che ebbero, questo fu adattato alla raccolta di capitale destinato alle imprese.

Lo schema è di recente introduzione, tant'è che venne implementato a partire dal 2013 per Italia, ma ebbe una rapida ascesa fin dagli inizi, con un *fundraising* che nel 2020 si attestò sui 340 milioni³¹ raccolti mentre, ad oggi, si aggira sui 780⁴ milioni di euro totali.

La grande diffusione non ha però eliminato le limitazioni, comuni in tutti i paesi, sia per quanto concerne il capitale massimo investibile che per quanto riguarda il guadagno per singola operazione.

A partire dal 2019 la normativa venne alleggerita molto, tanto che il massimo raggruppabile fu di 8 milioni di euro annui, rispetto ai 2,5 iniziali del 2013.

Questo andò soprattutto a vantaggio del settore immobiliare, che necessita di grossi capitali per la fase della quotazione.

Le tipologie di *crowdfunding* sono diverse, riconducibili a:

³⁰ Fonte: [Il Sole 24 Ore](#)

³¹ I dati sono aggiornati a prima della pandemia e raccolti da [crowdfundingreport.it](#)

- *reward-based*, in cui viene corrisposta una ricompensa o un premio (*reward*), che può essere in denaro o attraverso altre tipologie di remunerazione (anche non monetari ma fisici);
- *equity-based*, nel quale il o i finanziatori acquisiscono quote azionarie. È il modello che trova maggiori vincoli legislativi ma, al contempo, quello che segna la crescita più elevata degli ultimi anni, con un +114% tra 2019 e 2020⁴. Per ovviare al problema della tassazione, molti creano cooperative che fungono da veicolo per usufruire dell'investimento;
- *lending-based*, utilizzati per finanziamenti più corposi rispetto ai due menzionati sopra e che differenziano l'investimento in più progetti così da poter ripartire il rischio ed avere minori probabilità di insolvenza nel caso uno dei progetti dovesse fallire.



Tabella 1.3

Fonte: crowdfundingreport.it

I tre grafici indicano il totale delle raccolte che sono state compiute negli anni, fino al 31 dicembre del 2020, con il dato comparativo relativo al solo 2020.

Come riportato in precedenza, viene confermata la crescita esponenziale caratterizzante il settore. Al contrario, nel periodo 2020-2021 il ritmo si è ridotto drasticamente a causa della pandemia, la quale ha portato incertezza nell'economia e ha paralizzato il mercato.

3.1.2. Le operazioni di *early stage*

In ambito di *early stage financing*, un buon modello di esempio è rappresentato dal *venture capital*, per il quale si rimanda al Capitolo 1.

Il *venture capitalist* finanzia un'azienda che non è ancora sviluppata e, molto spesso, non possiede un management con conoscenze specifiche del settore in cui opera.

In *early stage*, a causa dell'alto *tasso di mortalità* delle aziende durante questa fase i finanziamenti sono molto ridotti. Questo vale tanto in Italia quanto nel resto del mondo.

Più cause sono riconducibili a tale fenomeno: uno staff poco affidabile, la presenza di beni complementari, un calcolo errato dei costi fissi e/o variabili (anche del seguente calcolo del punto di *break-even*), non aver creato meccanismi di protezione dalle possibili contendenti o prodotti sostituti, scarse risorse finanziarie.

A causa di tale *alta mortalità*, inoltre, è normale che il *vc* si tuteli con un rimborso maggiore rispetto a quello che si percepirebbe in investimenti dove le imprese sono già avviate. Pertanto, richiede un tasso di interesse superiore rispetto al *private equity*.

Il finanziamento medio si aggira tra i 100.000 e i 150.000 euro, ben al di sotto delle soglie descritte nel Capitolo 1.

L'obbiettivo è di massimizzare il profitto seguendo due possibili strade:

- il prodotto che viene offerto può essere simile agli altri in commercio, ma la tecnologia che si utilizza per la creazione è innovativa e **si** differenzia dalle altre in circolazione;
- viene offerto un prodotto nuovo, per il quale l'azienda è stata creata *ad hoc*.

Mentre, nel secondo caso, si parla di *start-up*, nel primo si ha un concetto differente.

Un esempio utile per la spiegazione potrebbe essere la *coltura idroponica* delle insalate. In particolare, il modo di percepire l'agricoltura viene completamente stravolto, passando da enormi distese di campi a "*grattaceli verticali*" che fungono da *hub* per ottenere il prodotto. La tecnologia è innovativa poiché la procedura è affidata per la maggior parte a macchine e software; grazie al loro utilizzo, il consumo di acqua è largamente inferiore rispetto alle coltivazioni normali e, in aggiunta, consente la crescita della pianta senza usare pesticidi o altre sostanze

dannose, che causano inquinamento, compromettono la bontà del prodotto e possono causare malattie e malesseri. La manodopera è minima e altamente specializzata.

Il modello riproposto, inoltre, consente di affrontare un problema che, da decenni, affligge la popolazione, rappresentato dal minor spazio disponibile per le aree coltivate a causa del sovrappopolamento. Il *collo di bottiglia* per l'implementazione sono gli alti investimenti iniziali e i relativi costi per il mantenimento della struttura.

L'*early stage* è riconducibile soprattutto ad aziende che hanno già superato la prima fase iniziale del ciclo di vita, dove non è più necessario fornire management o conoscenze, ma è richiesto il capitale per avviare al meglio l'attività.

Per concludere l'*early stage*, le parti firmano un contratto, contenente una serie di clausole e *milestone*, ossia tappe e obiettivi da seguire e raggiungere entro date prestabilite.

Inoltre, all'interno del contratto, definito *term sheet*, si trovano una serie di condizioni, vincolanti per l'imprenditore, che possiedono una funzione cautelativa. Si parla, in tal caso, di *obblighi* legati alla vendita delle partecipazioni, al comportamento che i soggetti devono mantenere durante tutto l'investimento, alla modifica del CDA e del Collegio Sindacale per volontà dell'imprenditore e, soprattutto, a clausole di non concorrenza e di non divulgazione.

Ad esempio, è usuale inserire un punto dove l'imprenditore si impegna a non abbandonare il progetto in atto e a dedicare la sua attività all'azienda in questione. Ancora, può essere inserito un diritto di prelazione sulle azioni in caso di vendita da parte dell'imprenditore, in modo che l'azionariato non si polverizzi, con conseguente perdita della maggioranza da parte dell'imprenditore stesso. Si rammenti che tale contratto è essenziale al fine di arrivare alla *due diligence* della società, il cui esito positivo porterà alla definizione e alla successiva firma del contratto definitivo.

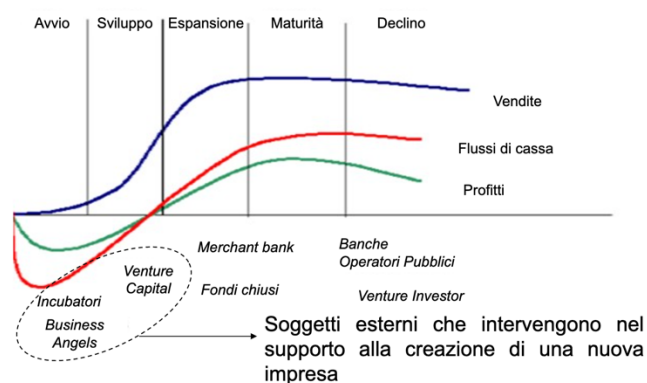


Tabella 1.4

Fonte: F. Perrini "Le nuove quotazioni alla borsa italiana", 1999, EGEA

In conclusione, si vuole dare una rappresentazione grafica dei principali erogatori del credito che intervengono nelle fasi di vita dell'impresa. Mentre nei casi di *crowdfunding* e *incubatori* operano sotto una compagine societaria, i *ba* operano in solitaria.

3.1.3. Le operazioni di growth & expansion capital

Le operazioni di *espansione* o di *crescita* si realizzano nel momento in cui la prima fase del ciclo vitale dell'impresa è conclusa. L'azienda si trova in stato avanzato e il metodo di approccio è diverso rispetto a quanto descritto in precedenza.

Nella fase di sviluppo è definito il *core business*, con le linee di produzione dei beni o servizi già definite, ma rimane da comprendere se restano ulteriori spazi di manovra per diversificare o ampliare l'azienda. In questa fase, un elemento di fondamentale importanza si trova nelle modalità di espansione/crescita e nella scelta di utilizzo degli investimenti.

Le strade percorribili sono principalmente due:

- la più semplice e la più veloce si concretizza nell'*acquisto* di altre società o nella *fusion*e con esse;
- l'alternativa sta nell'*investire* nella propria azienda per ampliare la linea di produzione o spingere alla creazione di processi diversificati che possono distaccarsi dal core business e che hanno un potenziale di sviluppo notevole.

L'azienda, trovandosi nella fase di espansione, ha una dimensione maggiore e, spesso, gli investimenti sono effettuati in vista di una successiva quotazione in borsa.

Nel dettaglio, si parla della fase di *IPO* (Initial Public Offer), che è subito antecedente all'entrata nel mercato pubblico. Le medie dimensioni dell'azienda permettono maggiori investimenti, ma anche maggiori complessità e vincoli per le due parti in causa. Diventa fondamentale svolgere un'*analisi dei conti* in linea con la complessità e la principale attività dell'impresa.

Nel contesto italiano, il modello è singolare, ma comunque molto vicino ai paesi di origine anglosassone. Si hanno una moltitudine di aziende di piccole o medie dimensioni che, solitamente, sono a conduzione familiare.

In una tale tipologia di *management*, introdurre nuove idee diventa complicato e, di conseguenza, gli stessi investitori valutano se compiere o meno l'investimento. Nel caso in cui questo avvenga, la quota acquisita è comunque di minoranza, a causa del già citato azionariato composto prevalentemente da membri della famiglia.

3.1.4. Le operazioni di buy-out & replacement capital

Nell'ambito delle operazioni di finanziamento, quelle che maggiormente vengono realizzate fanno riferimento al *replacement* e al *buy-out*. Tali manovre sono compiute in una fase della vita in cui l'impresa è già matura.

Partendo dalle prime, si riferiscono a realtà che possiedono un azionariato non più convinto di perseguire lo scopo per cui l'impresa è stata creata, ovvero si tratta di realtà familiari (si ricordi che gran parte delle piccole imprese italiane sono a tale conduzione) in cui gli eredi cercano di monetizzare le proprie partecipazioni, magari per una diversità di vedute fra vecchio e nuovo possessore oppure tra gli stessi successori.

Ecco che si fa riferimento a operazioni di *replacement* perché, come dice il nome stesso, si va a *sostituire* una parte degli amministratori con nuovi soggetti.

Non sempre viene venduta l'intera azienda; anzi, alle volte viene operato solamente con una parte non più considerata essenziale della stessa.

Ancora, il passaggio può avvenire fra gruppi di *natura pubblica*, che decidono di liquidare in virtù del processo di privatizzazione che sta caratterizzando il nostro paese, oppure fra gruppi di natura privata, spinti dalle ragioni più disparate. Nel caso della seconda categoria designata, ossia il *buy-out*, il cambiamento è *radicale* e non marginale, con l'obbiettivo di puntare su struttura e *know-how* dell'impresa.

Nella prassi, tali operazioni sono concluse da grossi fondi d'investimento o da gruppi nazionali ed internazionali, che hanno intenzione di espandersi puntando sul processo di acquisto o di fusione, metodo più semplice per aumentare la propria linea o per allargare la gamma di prodotti o servizi.

Nello specifico, il tipo di operazione sopra descritta permette di avere un controllo totalitario e, inoltre, rappresenta il modello più rilevante in termini di ammontare investiti.

Nel *buy-out*, si ha un *management team* che si incarica di operare per conto degli investitori, in cui gli operatori di *private equity* sono coloro che investono e che procurano fondi, mentre la direzione dell'azienda viene affidata al suddetto *management team*.

Quest'ultimo è scelto dal fondo stesso oppure è esterno, agendo in maniera indipendente. L'investitore riceve informazioni riguardo la gestione, ma c'è un distacco da chi ha il potere di comandare il gestore.

La peculiarità è il cambiamento della proprietà da un lato e la ristrutturazione delle passività dall'altro.

Si parla di *management buy-in* nel caso di un team esterno all'impresa che ha acquisito il controllo; viceversa, si parlerà di *management buy-out* nel caso in cui il team sia interno.

Per l'acquisizione totalitaria, l'elemento imprescindibile che deve essere recepito è il *leverage buy-out*, ossia l'utilizzo della *leva finanziaria*. Questa rappresenta uno dei metodi più utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale. Nel concreto, può essere rappresentata come il rapporto tra il *totale delle passività* e il totale del *capitale proprio*. Lo scopo è determinare quale tipologia di indebitamento (trattati nel Capitolo 1) sia da considerarsi migliore per l'azienda in questione (se preferire un indebitamento con capitale proprio oppure se optare per il capitale di terzi).

Un valore vicino a 1 sta a significare che l'impresa utilizza capitale proprio per finanziare le attività mentre, con un valore maggiore di 2, si è in presenza di una prevalenza di capitale di terzi.

Nella prassi, è molto consigliato l'utilizzo della leva a imprese *labour intensive*, quindi con un'alta percentuale di costi variabili che impattano a bilancio mentre, per le *capital intensive*, caratterizzate da costi fissi predominanti, è più consigliato l'utilizzo di capitale proprio rispetto ad un indice elevato di leva finanziaria in quanto ci sarà la difficoltà di remunerazione degli *stakeholder* nel caso di un calo delle vendite in presenza di maggiori costi fissi.

Per ultimo, si vuole discutere il modello di *buy-out* nella sua applicazione.

Si parte dalla creazione di una società di comodo, definita *holding*, nella quale viene fatto confluire il capitale che i manager decidono di apportare. Tale somma è comunque esigua, pertanto deve essere ampliata con il denaro concesso dagli investitori a titolo oneroso.

Il tutto concorre a creare il capitale della *holding*, che si perfeziona con l'acquisto delle quote di proprietà dei vecchi azionisti al prezzo pattuito in fase di trattativa. Si arriva ad una situazione in cui la vecchia azienda rimane viva, ma le cui azioni sono in pancia alla *newco* costituita.

Per completare il processo si arriva all'ultimo passaggio, rappresentato dalla fusione tra le società in questione. La leva finanziaria andrà ad assumere un valore prossimo o superiore al 2 in quanto il capitale di terzi impiegato nell'operazione è maggiore rispetto al capitale proprio.

Facendo un passo indietro e andando ad analizzare il capitale preso a prestito per l'operazione, si noti come questo non abbia garanzie a supporto. Infatti, banche ed enti lo concedono in virtù di quelle acquisibili dalla società che si andrà a fondere. È prassi, in queste operazioni, utilizzare i *covenant* per ottenere un *vincolo* legato al denaro concesso.

Per fornire una definizione, si può affermare che essi siano delle concessioni legate al raggiungimento di determinati obiettivi o al mantenimento di indici prestabiliti, riconducibili ai flussi di cassa che devono perdurare o aumentare rispetto a un determinato valore, così da assicurare un ritorno economico ai soggetti finanziatori.

3.1.5. Le operazioni di turnaround e le special situations

I contesti trattati in precedenza avevano tutti come oggetto imprese nuove o capaci di generare flussi di cassa operativa positivi.

Si analizzerà ora il caso in cui l'azienda sia in una fase di dissesto, sia prossima alla liquidazione oppure si sia in procinto di operare una ristrutturazione aziendale.

*“Nel dinamico ambiente aziendale odierno, quasi tutte le aziende subiranno un periodo di pessime prestazioni. Una società pubblica su tre cesserà di esistere entro i prossimi cinque anni; cinquanta anni fa, il rapporto era di uno su venti. Inoltre, le organizzazioni imprenditoriali spesso declinano molto più velocemente di quanto crescano”.*³²

Dal rapporto del *Boston Consulting Group* si evince quanto la situazione sia peggiorata negli ultimi anni, ragion per cui è lecito porre particolare attenzione all'argomento.

Tutte le aziende, prima o poi, attraversano una fase di stallo dovuta alle più svariate motivazioni. Questa crisi può risolversi con la liquidazione della società oppure con la ripresa dell'azienda, resa possibile grazie ad un risanamento dei conti.

Ecco che diventa fondamentale l'operazione di *turnaround*, perché permette di esaminare: il mercato, il *core business*, le opzioni per il futuro e le modalità con cui è possibile operare dei cambiamenti.

Il tutto confluisce nell'analisi dei conti che viene effettuata al fine di delineare una strategia che consenta di risanare il bilancio ed evitare la liquidazione. I fondi di *private equity* sono i soggetti che intraprendono tale strada i quali, analizzando la situazione, definiscono un *business plan* da seguire nel periodo successivo, al fine di migliorare la situazione iniziale.

L'acquisizione di quote sociali non è quasi mai atta ad ottenere un controllo di diritto, ma è incentrata sull'ottenere un ruolo determinante nel *CDA*. Tale operazione avviene sottoscrivendo titoli di debito ad un prezzo inferiore rispetto al

³² Fonte: BCG: *“The Italian Comeback Kids”*.

loro valore potenziale (a parere del fondo), possedendo un diritto di prelazione sui crediti che, di fatto, si concretizza sulla possibilità di prendere decisioni per l'impresa.

Le operazioni di *turnaround* prevedono, spesso e volentieri, il rimpiazzo del vecchio management che ha causato i periodi negativi su cui l'impresa verta, con soggetti che, solo in questo caso, non sono esterni al management, come avveniva nelle operazioni di *buy-out*, ma hanno potere decisionale. La conoscenza della materia e l'esperienza nel settore sono i requisiti richiesti al *board* che andrà a delineare il *business plan*, con il compito di generare flussi di cassa positivi.

La ristrutturazione aziendale può concretizzarsi in quattro principali modalità:

- il *recupero dell'efficienza*, con conseguente riduzione dei costi sia fissi che variabili;
- *aumento dei ricavi*;
- *riposizionamento competitivo*;
- *interventi mirati*.

Le strategie legate a tali obiettivi sono riconducibili a: *ristrutturazione* del debito e del corollario dei prodotti/servizi che l'impresa offre; *riorganizzazione*, grazie al migliore lato organizzativo e operativo; *riconversione*, con l'analisi del portafoglio prodotti e dei mercati di applicazione, così da comprendere se è fattibile ampliare lo spettro d'azione aziendale; *ridimensionamento*, concretizzato con la vendita di parti aziendali che sono considerate *out of business*. Il *business plan* concepito è adattato su più anni e prevede una o più combinazioni delle strategie appena descritte.

Il risultato di queste operazioni è molto incerto, ragion per cui si richiede un ritorno economico che si aggira fra il 12% e il 20% dell'investimento effettuato, con lo scopo di generare un flusso di cassa per gli azionisti positivo, così da poter remunerare gli *stakeholders*.

Il mercato del *turnaround* deve le sue impennate, come è immaginabile, ai periodi di crisi aziendale.

Nel nostro paese, il dato pubblicato da AIFI nel 2021 relativo alla pandemia parla di un totale di 1700 PMI in stato di crisi. Il fatturato di queste si attesta sui 55 miliardi di euro e il numero di dipendenti impiegato è di circa 170 mila unità.

Il bilancio degli investimenti in questo settore per il 2020 è stato di nove operazioni di *turnaround* concluse con circa 172³³ milioni di investimenti.

“L’Associazione ha sottolineato l’importanza di investire sui fondi di turnaround che potrebbero permettere a molte aziende di non chiudere e, anzi, di ripartire con una nuova governance e nuovi obiettivi ritornando sul mercato più forti e strutturate”³³.

Il settore, sviluppatosi sia in Europa che in America nello stesso periodo, è da sempre remunerativo, ma in Italia trova lo scoglio della burocrazia, che rallenta i procedimenti e non permette un’agevole conclusione delle trattative.

Nonostante questo, il mercato parrebbe comunque in aumento rispetto agli anni precedenti.

3.2. Le SPAC e la loro diffusione

Si pone una particolare attenzione al tema delle *SPAC*, che da alcuni anni riveste un ruolo più centrale nel mercato dei capitali, differenziandosi, sotto alcuni tratti, dal *private equity*.

Le *Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)* sono aziende quotate, create con lo scopo di reperire capitale dal mercato attraverso la fase di *IPO*, per poi arrivare alla successiva incorporazione di una società *target*.

L’operazione si concretizza come una *business combination*, in modo da acquisire l’impresa individuata attraverso la fusione. Quest’ultima rappresenta la scelta più adatta (operazione tipo).

Il denaro fornito dai manager (definiti *sponsor*) che controllano la *SPAC* rappresenta il capitale iniziale e, solitamente, questi sono i detentori del 100% delle quote. Gli *sponsor* sono soggetti già operanti nel mercato da molti anni e con pregressa esperienza in ambito di *Private Equity* e operazioni straordinarie. Il capitale fornito da questi si concretizza in una somma esigua, poiché il vero apporto viene svolto da società, in particolare banche e fondi di investimento, che

³³ Dato raccolto da *Finlombardia.it* reperito dal database di AIFI.

finanziano la *SPAC* in virtù della garanzia che offrono gli *sponsor* stessi grazie all'esperienza.

La *SPAC* non ha un *core business*, di conseguenza non presenta ricavi o costi iniziali. Inoltre, sono inesistenti bilanci della stessa di anni precedenti, in considerazione del fatto che non c'è una vendita di beni o servizi.

La garanzia che viene prestata agli azionisti è rappresentata dal ricavo ottenuto in fase di *IPO* e depositato in un conto corrente bancario creato *ad hoc*, definito *trust*. Da regolamento, la *business combination* deve essere conclusa entro 12-24 mesi dalla data di chiusura dell'operazione di *IPO*, con una *dead line* che può essere allungata di ulteriori 6 mesi al verificarsi di determinate condizioni.

L'approvazione della *business combination* è conseguente al voto favorevole della maggioranza degli azionisti e, inoltre, un eventuale dissenso tra il CDA non deve superare il 30% delle quote.

Il ciclo di vita della *SPAC* viene diviso in cinque periodi fondamentali.

Si inizia con la *costituzione* e con la fase di *quotazione*, dove gli *sponsor* sottoscrivono le azioni ad un valore nominale irrisorio; queste rappresentano il 20% del totale di quelle emesse.

In seguito alla costituzione, il prezzo delle azioni crescerà, in modo da far registrare un profitto. In seguito, gli *advisor*, ossia le banche di investimento, concedono il capitale e diventano così azionisti della *SPAC*.

La fase di quotazione è diversa rispetto alle canoniche aziende di beni e servizi, in quanto i vincoli³⁴ imposti sono minori in virtù della natura stessa dell'operazione. La garanzia, come precedentemente accennato, risiede nell'esperienza richiesta ai *manager* che imbastiscono l'operazione. Una ulteriore risiede nell'obbligo, da parte degli *sponsor*, di acquistare una serie di *warrant*³⁵ per garantire un investimento minimo.

Definita la *SPAC*, si passa alla *ricerca* della *target*, vincolata a determinate caratteristiche che vengono richieste dai finanziatori, oppure che operi in mercati prestabiliti, solitamente emergenti o in via di sviluppo. Tra il *roster* identificato, si

³⁴ Ad esempio, per la quotazione viene richiesta copia dei bilanci precedenti e documentazione inerente a ricavi e core business, elementi che le *SPAC* non possiedono.

³⁵ "Viene definito *warrant* lo strumento finanziario che conferisce al possessore il diritto (non l'obbligo) di acquistare (...), sottoscrivere o vendere (...) una determinata quantità di titoli a un prezzo predefinito ed entro una scadenza stabilita" - Dizionario della Borsa Italiana

sceglie l'alternativa più profittevole in termini di ritorno economico degli investimenti.

Si arriva alla penultima fase, cioè la *votazione*. Viene convocata un'assemblea straordinaria, la quale decide se effettuare la *business combination* o meno. Se c'è accordo in assemblea, con un massimo di *dissenzianti* che non superi il 30% del CDA, si può procedere con la fusione delle società.

Ai soci che decidono di non partecipare è dato il diritto a riottenere, *pro-rata*, la propria quota del capitale investito.

Come ultima operazione si trova la *fusione* delle società, che si manifesta attraverso un voto positivo, con la società *target* che viene incorporata dalla SPAC.

La ragione sociale della nuova realtà muta; inoltre, la società incorporata si troverà quotata in borsa in virtù dell'*IPO* svolto dalla SPAC.

L'investimento risulterà profittevole dal momento che le azioni acquistano valore, così da poter ricavare un prezzo maggiore dalla futura rivendita rispetto a quanto pagate inizialmente dagli investitori.

3.2.1. La differenza tra SPAC e private equity

Le SPAC, come visto in precedenza, presentano una logica e un *modus operandi* che si discosta da quello del *private equity*, soprattutto con riferimento al lungo periodo, grazie alla serie di normative che ogni anno vengono emanate per restare al passo con i tempi, vista soprattutto l'evoluzione europea dei mercati.

Le differenze principali tra le due categorie si ritrovano:

- nella durata dell'investimento, che per le SPAC dura tassativamente dai 12 ai 24 mesi, mentre per il Private Equity la durata è di circa 10 anni dall'acquisizione delle quote societarie;
- nel numero degli investimenti, che è molto maggiore nel PE, visto che in media ne vengono effettuati 10, mentre, nelle SPAC, l'investimento è unico;
- nel potere decisionale degli investitori, pressoché nullo nel PE, mentre è vincolante per le SPAC.

Quanto appena descritto è solo una parte (a parere di chi scrive la più importante) delle diversità, senza considerare tutta la parte inerente alla remunerazione dei

general partners e degli *sponsor* e ai costi da sostenere per l'operazione, in genere maggiori nel *pe*.

3.2.2. L'evoluzione del mercato e della normativa in Italia

L'evoluzione della materia passa per un anno fondamentale, riconducibile al 2005. Prima di tale data, fu precluso alle SPAC di operare in mercati regolamentati; pertanto, il loro riferimento per svolgere le operazioni furono i mercati *Over the Counter* (OTC).

Questi mercati OTC rappresentano luoghi fisici o virtuali, nei quali agli operatori è concesso di scambiare titoli mobiliari.

La peculiarità risiede nel fatto che tali mercati non sono soggetti alla normativa dell'Organismo di Vigilanza della Borsa Italiana³⁶; pertanto, viene meno l'obbligo di informativa, così da poter essere sottoscritti contratti *atipici*. Inoltre, non si è soggetti a tutele specifiche come nei mercati regolamentati.

Dal 2005, anche le SPAC quindi entrarono in questi mercati, ovviando agli obblighi di informativa che vennero richiesti alle società quotate per la prima volta.

Nello specifico, venne domandata la situazione patrimoniale ed economica degli anni precedenti, i ricavi conseguiti nell'anno e il core business dell'impresa, tutti elementi che le SPAC non possedevano in virtù della loro natura, tanto da essere considerati dei "*gusci vuoti*".

L'attuale normativa del settore è frutto di un mercato in continua evoluzione, che ha come punto di riferimento i paesi anglosassoni. Infatti, il nostro regolamento finanziario della materia è di stampo britannico e si è evoluta nel tempo grazie alle direttive europee emanate nel corso degli anni.

L'apporto di capitale da parte di investitori stranieri ha giocato la sua parte. Restare competitivi nel mercato dei capitali garantisce all'Italia un maggior gettito derivante dalla tassazione e una ulteriore contesa per le aziende *target* da parte degli acquirenti, pertanto a vantaggio dell'entità stessa (aumenta il prezzo di acquisto).

³⁶ Definita Consob.

3.3. La scelta dell'*exit strategy*

Se si confrontano le strategie, si denotano differenze più o meno marcate tra l'una e l'altra, riconducibili alla modalità con cui si decide di reperire capitale o al periodo in cui si investe.

Tutte sono, però, accomunate dal risultato finale atteso, cioè la generazione di un profitto, che può essere ottenuto una volta concretizzata l'*exit strategy*.

In questo paragrafo si vuole fornire la definizione di tale strategia e specificare da chi viene perseguita, così da arrivare al risultato finale.

Partendo dal primo quesito, la definizione non è tipica solamente dell'ambito finanziario, ma si ritrova anche nel linguaggio militare, politico e giornalistico.

Letteralmente, si fa riferimento a periodo preciso in cui si decide di uscire (*exit*, n.d.r.) da una situazione che perdura da tempo. Nel caso in questione, il riferimento è legato all'investimento, dal quale si cerca di andare fuori monetizzando gli sforzi compiuti o, nel caso in cui non sia profittevole, di ridurre al minimo le perdite.

Per effettuarlo, i soggetti coinvolti, solitamente *business angel* o *manager* del progetto, definiscono le mosse da svolgere così da liquidare le proprie posizioni e ottenere il guadagno desiderato.

L'investimento viene "raccolto" da soggetti interessati al business o all'impresa, sia per le sue caratteristiche che per nuove opportunità di espansione.

Non è detto che l'investitore liquidi tutte le quote; egli può decidere di mantenere una partecipazione minoritaria nella stessa per continuare a percepire i dividendi distribuiti.

L'*exit strategy* può essere definita fin dal principio, in modo che sia individuato a priori il momento in cui si uscirà dall'azionariato. Tale procedimento è legato al raggiungimento di un profitto *target* ricavabile dalla vendita delle azioni, banalmente quale differenza tra *prezzo di acquisto* e *prezzo di vendita*, oppure perché, ad una certa data o entro un determinato periodo, non sono stati raggiunti indici o numeri preventivati.

Strategie di uscita comuni si riconducono ad IPO, *business combination* o operazioni straordinarie³⁷, vendita delle azioni.

³⁷ I due termini sono simili, ma il senso logico cambia. Mentre nelle *operazioni straordinarie* si fa riferimento a tutto il corollario di operazioni straordinarie che il nostro ordinamento ci fornisce, le

Si rimanda alla fine del Capitolo 4 per la trattazione dettagliata del monitoraggio e della valutazione all'uscita dell'investimento.

business combination necessitano dell'acquisto del controllo per poter essere definite tali secondo gli standard IAS/IFRS. A titolo di esempio, la fusione è sia operazione straordinaria che *business combination*, ma per essere quest'ultima si necessita del controllo sulla società (di diritto o di fatto).

4. La valutazione aziendale

4.1. Le fasi della valutazione

Una delle fasi centrali per importanza è l'erogazione del capitale all'impresa *target*. Pertanto, nel seguente capitolo verrà fornita una panoramica sui metodi e sulle operazioni preliminari che vengono compiute per scegliere e valutare l'azienda *target*.

Verrà data dimostrazione di come tali metodologie vengono applicate ai mercati, con particolare riguardo al tema della *biotech* e della *medtech*, che negli ultimi hanno registrato numeri importanti sotto il tema dei *deals* e delle operazioni concluse.

La valutazione aziendale è solo uno dei passaggi del *processo di investimento*. Nel dettaglio, questo possiamo dividerlo in: individuazione dell'impresa *target*, valutazione del *management team* e della *target*, valutazione aziendale eseguita nel dettaglio per quanto riguarda struttura e settore di competenza, trattativa che porta alla definizione del prezzo di acquisto, monitoraggio e, infine disinvestimento.

4.1.1. L'individuazione dell'impresa target

L'individuazione dell'impresa risente di tre fattori principali, riconducibili a: caratteristiche dell'operatore, caratteristiche del mercato geografico e, infine, la tipologia degli investimenti effettuati. Questi fanno capo ad un unico processo di identificazione delle opportunità di investimento, denominato *deal flow*, che si concretizza nella possibilità di *scegliere*, in base a indici e valutazioni, quali imprese finanziare e quali no.

Le *caratteristiche dell'operatore* sono la base di partenza. Dare una buona immagine di sé stessi e fornire dati adeguati e attendibili che supportino un *business plan* coerente sono le caratteristiche minime richieste dal finanziatore. A

supporto si possono inserire le operazioni concluse (*deals*) e l'esperienza maturata in un singolo mercato (*track record*).

Molti operatori, per capire le potenzialità aziendali, si affidano anche alle dichiarazioni rilasciate dalle testate giornalistiche, dalle riviste o dai settimanali, dalle conferenze e altro ancora.

In Europa, ancora di più in Italia, l'ignoranza che caratterizza l'imprenditore è data in parte dall'inadeguata preparazione per temi economici ma, soprattutto, per la mancanza di esperienza nel settore in cui si è soliti operare. Nei paesi europei, a differenza degli USA, il fallimento dell'imprenditore viene ancora valutato come un evento negativo dal mercato dei finanziamenti, ma proprio questo fattore consente di maturare conoscenze necessarie ai miglioramenti e alle innovazioni aziendali.

"(...) Lì (America, n.d.r.) fallire è, come dire, un evento possibile e persino formativo (...) Per l'imprenditore che arriva al fallimento, senza essersi infilato nel tunnel dell'illecito, è senz'altro fonte di discredito sociale"³⁸.

Quanto appena descritto, oltre a portare infamia, non incentiva la creazione di nuove realtà, lasciando il nostro paese con una frammentazione e una instabilità aziendale preoccupante.

Bisogna considerare, inoltre, che molti soggetti in attesa di finanziamenti operano in mercati monopolisti, con difficoltà di entrata o di espansione a causa della forza contrattuale dei concorrenti; per questo gli interventi di *private equity* in tali ambienti sono limitati o nulli.

Le *caratteristiche geopolitiche* del mercato sono un altro elemento fondamentale per la scelta dell'impresa su cui investire. Intanto, bisogna decidere se operare nel mercato nazionale o in un contesto internazionale; inoltre, si necessita di comprendere quali sono le possibilità di espansione in tale mercato e quali sono le competenze e le abitudini dell'imprenditore e dei consumatori del prodotto.

Ad esempio, in Italia è molto complicato trovare soggetti altamente specializzati nel *M&A* di imprese, e questo è un fattore a nostro svantaggio, poiché tali soggetti sono i più qualificati nella realizzazione del prezzo di mercato corretto e nella

³⁸ Fonte: La Stampa, intervista a Giovanni Mottura, commercialista e curatore fallimentare.

redazione del *business plan*. Considerando poi il grado di polverizzazione e alla numerosa presenza di aziende a conduzione familiare, dove restano vivi i rapporti *informali* con esperti di piccole dimensioni, solitamente non preparati a operazioni di questa portata, il processo si complica maggiormente, perché i dati analizzati e raccolti non riescono a trovare collocazione in un contesto internazionale o geograficamente differente.

Il *marketing* di cui si necessita in questa fase per ottenere le giuste attenzioni degli investitori trova quindi lo scoglio appena descritto, con la conseguenza che non ci sono le informazioni necessarie a concludere la trattativa o che, per negligenza, la trattativa finisca con esito negativo.

Infine, da ultimo si valuta la *tipologia di investimenti effettuati*. Qui giocano forte le fasi descritte nel Capitolo 3 (*seed, growth, turnaround e buy-out*) e i settori in cui si sceglie di investire. Le operazioni che si andranno a svolgere saranno, ad esempio, più articolate in un'azienda in crisi (*turnaround*) rispetto a una in fase di *growth* in quanto, nella prima, si dovrà considerare anche la procedura concorsuale alla quale si va incontro. Gran parte degli investimenti, come dichiara *Il Sole 24 Ore*, sono volti ad aziende con elevata tecnologia, ma anche l'ambito biomedicale, a partire dal 2014, ha iniziato una rapida scalata.

Considerati questi tre aspetti appena descritti, a titolo di esempio si vuole riportare il caso, già menzionato in precedenza, delle *vertical farms*. Queste, oltre a essere delle *start-up* totalmente innovative (le prime sono nate in America nel 2012, mentre in Europa dobbiamo aspettare il 2016), si trovano in un settore che si è sedimentato su sé stesso fin dalla nascita, eccezione fatta per le immobilizzazioni materiali utilizzate per l'agricoltura, ma che non ha mai avuto un mutamento radicale.

In Italia, la prima *vertical farms* a diventare operativa è stata *Planet Farms*, ma a lei se ne sono aggiunte presto altre, come *ZERO Farms* e *Aerofarms*.

Il mercato agroalimentare³⁹ segna un valore di 522 miliardi di euro per il biennio 2019-2020, pari circa al 15%⁴⁰ del PIL nazionale⁴¹. Questo solo per segnalare come

³⁹ Si passa dall'agricoltura alla ristorazione.

⁴⁰ Fonte: [Ansa.com](https://www.ansa.com)

⁴¹ Si è preso come riferimento il 2020, tralasciando i dati del 2021, in quanto questi sarebbero risultati "falsati" dalla crisi energetica, della quale non si hanno conseguenze certe, e dalla guerra russo-ucraina, che avrebbe fatto impennare il prezzo dei cereali (si ricorda che l'Ucraina è uno dei maggiori paesi di stoccaggio del grano).

sia difficile imporsi in un mercato già saturo e frammentato. Inoltre, l'elevato *capex* (costi fissi di gestione) rendono ancora più difficoltoso lo sviluppo.

Ecco però che, grazie all'analisi dettagliata e alle opportunità di successo, *Planet Farms* è stata finanziata, nel 2021, da Renzo Rosso e da un gruppo di investitori del Private Equity per un totale di 20 milioni circa.

Ruolo determinate nella trattativa è stata l'area geografica di riferimento (*Planet* nasce a Milano, dove il verde scarseggia) e la caratteristica dell'operatore, che si prefiggeva di portare un alto livello di tecnologia all'interno del settore agricolo. Questo ad indicare che un ruolo fondamentale lo svolgono sia i punti sopra toccati, ma anche l'idea innovativa, descritta nei capitoli precedenti, è di fondamentale importanza. La simbiosi di questi fattori consente la buona riuscita dell'operazione.

4.1.2. La valutazione del profilo dell'impresa

Per quanto riguarda il profilo aziendale, a causa della varietà dei settori e della complessità del mercato, non è possibile fornire in maniera chiara un profilo ideale per i finanziamenti del *private equity*. Per una migliore comprensione, si pensi ad un'azienda con un elevato numero di immobilizzazioni (*capital intensive*) rispetto ad un'azienda di servizi (*labour intensive*).

Certe considerazioni valgono per ogni settore in cui si decide di investire. Tali considerazioni riguardano il mercato stesso, la tipologia del prodotto e, soprattutto, l'affinità che si crea fra investitori e management.

Per quanto riguarda il *mercato*, si deve considerare il grado di frammentazione e la fase di vita del prodotto e dell'azienda stessa. Se ci troviamo in una fase di *seed financing*, l'imprenditore deve convincere l'investitore che il mercato è potenzialmente attraente e che il prodotto è innovativo e chiamerà nuovi investitori e nuovi clienti saranno disposti ad acquistarlo. Per ottenere ciò, non sufficiente (e nemmeno consigliato) imbastire una *business strategy* basata semplicemente sul *marketing intensivo*, ma si necessitano di dati e previsioni che supportino lo sviluppo e gli investimenti futuri.

Se si passa alla valutazione delle realtà imprenditoriali, il cardine deve essere il rapporto che nasce e si sviluppa tra investitore e imprenditore. Se, fin dalle prime consultazioni, la fiducia viene meno o non si è convinti del soggetto, l'intero *iter* si blocca. Questo è il motivo per cui il fattore umano, anche con i migliori dati prospettici, rimane la base del *private equity* e degli investimenti in generale. Dal lato imprenditoriale, il soggetto "ideale" dovrebbe avere una propensione allo sviluppo dell'impresa, ma anche allo sviluppo personale: lo scopo è che l'imprenditore cresca assieme all'impresa. Questo è il motivo per cui l'afflusso di capitali nel nostro territorio è ridotto, ossia la grossa quantità di aziende a conduzione familiare che restano mentalmente chiuse e non consentono lo svilupparsi di nuove idee e nuovi processi aziendali.

Se si passa al lato dello *sviluppo* aziendale, sono numerose le imprese che riescono nella fase introduttiva ma poi si perdono nella fase di *growth* per i motivi più disparati, ad esempio un *management team* inadeguato o, addirittura, dove esiste un unico soggetto che prende le decisioni e svolge tutti i ruoli principali.

Per arrivare ad avere un buon gruppo di operatori si necessita di una buona relazione interpersonale e di una buona politica di remunerazione, basata sugli obiettivi raggiunti.

Infine, si consideri il *coinvolgimento emotivo* dell'imprenditore per un determinato mercato. Questo può essere inteso sia come scarso coinvolgimento, pertanto si presta poca o nulla attenzione alle tematiche trattate giornalmente, quali problemi di approvvigionamento o sviluppo di nuovi metodi di finanziamento, ma anche di eccessivo coinvolgimento.

In entrambi i casi, il rischio è la perdita della *vision* aziendale che causa investimenti strategie scorrette o sbagliate, ai danni dei finanziatori.

Dal lato delle strategie, si possono distinguere la dimensione del mercato, nel quale risultano determinati il posizionamento del prodotto e le barriere che si possono incontrare, sia per i potenziali entranti che per la stessa azienda, il piano di marketing e, infine, le strategie di mercato stesso.

4.1.3. Come l'impresa sceglie l'investitore

Fino ad ora è stato trattato il lato del finanziatore. Spostando l'attenzione su quello imprenditoriale, è intuitivo comprendere come anche questi abbia voce in capitolo. Non è così raro, infatti, che molte *start-up* blasonate o con potenzialità di espansione elevate (soprattutto in nuovi mercati o in quelli emergenti) siano richieste da numerosi fondi di investimenti e operatori di *venture capital*. A questo si accordano una serie di offerte che derivano dai finanziatori più disparati. Diventa fondamentale, per il *management* riuscire a identificare il miglior investimento possibile per la propria realtà. Da un lato questo è riscontrabile nella componente strategica e realizzativa, dall'altro nella componente emotiva e relazionale, proprio come nel caso analizzato dei finanziatori.

Per il primo obiettivo si guarda alla professionalità del fondo, che si palesa con l'esperienza maturata nel settore e con le operazioni concluse. Inoltre, la professionalità e la preparazione per la singola casistica completano il profilo. Ad esempio, per un'impresa che decide di quotarsi in mercati regolamentati (IPO), bisogna rivolgersi a soggetti con esperienza maturata nel campo, in virtù dei potenziali investitori stranieri che possono arrivare.

Si deve tenere in considerazione anche il supporto strategico che viene fornito, la creazione di legami e le potenziali conoscenze dell'investitore, l'apporto di *management* e la riorganizzazione della forza lavoro e dei prestiti concordati dalle banche (fonti di finanziamento): maggiore è la grandezza e il potere contrattuale del fondo e maggiori sono le leve da poter adottare in questi ambienti.

A questo obiettivo si lega poi quello della componente relazionale, tanto importante nella realtà imprenditoriale tanto in quella dei finanziatori. Nelle operazioni di lungo periodo come quelle trattate, prendere decisioni repentine o passare periodi di crisi è normale. Pertanto, anche le relazioni che si instaurano devono essere forti e basate sulla fiducia reciproca.

4.2. Il business plan

Identificate le operazioni primarie da svolgere per la ricerca dell'impresa *target*, si vuole passare ora all'analisi e alla valutazione di cui si è discusso nei paragrafi precedenti.

In particolare, verrà fornita la definizione e la struttura del *business plan* e di tutto ciò che comporta a livello di raccolta di dati e informazioni.

Successivamente, si leggerà tale piano alla disamina aziendale e alla definizione del prezzo, trattato nei paragrafi successivi.

4.2.1. Definizione del *business plan*

Il *business plan* è un piano industriale che viene redatto dai manager dell'impresa con lo scopo di esplicitare la propria strategia imprenditoriale e, quindi, le azioni che verranno intraprese per arrivare al profitto finale. Successivamente, questo documento avrà lo scopo di informare l'investitore sui dati prospettici del *business* e sui ritorni economici attesi nei successivi anni.

I soggetti destinatari, pertanto, sono: gli *investitori*, ossia coloro che impiegano risorse in maniera continuativa nel progetto; i *finanziatori*, cioè coloro che finanziano il progetto con capitale di debito; i *proprietari* dell'impresa stessa e il *CDA*; il *management*, che lo userà per raccogliere ulteriori informazioni o per avere una base di partenza per i *business plan* dei successivi anni.

Si può notare come non esista una formula perfetta, che vada bene per ogni azienda, ma si necessita di adattare alla stessa un piano adeguato, considerando il mercato in cui ci si opera.

Prima di arrivare al vero e proprio *business plan*, l'investitore procede con una serie di incontri informali e conoscitivi, così da comprendere la fattibilità dell'operazione. All'esito positivo di tali sedute si potrà procedere, ad opera dell'imprenditore, alla stesura del progetto finale.

Le risposte che deve dare il documento in prima battuta sono: in cosa consiste l'idea imprenditoriale e come si intende realizzarla. La struttura descrittiva necessita di essere semplice, chiara e sintetica, per una rapida intuizione, ma non

bisogna, in ogni caso, cadere nella carenza informativa. La semplicità del prodotto o del progetto va valorizzata e descritta in modo breve ed esaustivo.

Il contenuto minimo del documento comprende:

- *obiettivi aziendali*: vengono definite la *mission*, ossia il motivo per cui l'impresa esiste e la *vision* cioè la proiezione di uno scenario futuro; mentre il primo elemento e visto in un'ottica illimitata, la *vision* ha un orizzonte di 3-5 anni;
- *tecnologia e caratteristiche*: sono le modalità con cui viene definito e creato il prodotto;
- *mercato*: questo è forse l'elemento più articolato perché si analizzano la grandezza, le potenzialità di crescita, chi acquista il prodotto e il prezzo considerato giusto a cui vendere; inoltre, un'attenzione particolare va posta ai concorrenti e alle possibilità (barriere) di ingresso degli stessi e alla possibilità di copiare il bene;
- *aspetti produttivi*: analisi dei costi fissi e variabili della produzione; inoltre, va analizzata la capacità di adattare il prodotto;
- *struttura finanziaria*: per questa si rimanda al Capitolo 1;
- *strategia di disinvestimento*.

Il documento, vedendo quanto riportato nei punti precedenti, risulta articolato e di difficile preparazione. In linea con questa affermazione, si rimanda al paragrafo precedente per l'adozione di strumenti e uomini adatti allo scopo.

La bontà del *business plan* viene poi rimessa sul giudizio del solo investitore, in quanto effettuerà lui stesso la scelta se accettare o meno di finanziare l'impresa. Quanto descritto nel paragrafo si ritrova poi nella logica del *private equity* (o *venture capital*), tanto per la presentazione del prodotto quanto per la disamina dei dati. Entrambi hanno uno scopo fondamentale, come si è detto, agli occhi di colui che decide di investire. Inoltre, in merito al modello di indebitamento a cui si decide di ricorrere, il *business plan* permette di fornire una valutazione di quale sia il più raccomandato.

Uno studio americano evidenzia come solo il 10%⁴² dei *business plan* presentati agli investitori vengano ritenuti soddisfacenti e portino ad incontri successivi fra le parti.

4.3. La definizione del prezzo di mercato

Nell'ipotesi in cui il processo di scrematura abbia esito positivo, l'investitore ha la necessità di quantificare il prezzo *corretto* da pagare all'imprenditore per l'acquisto delle quote sociali.

Si rammenti che non è necessario l'acquisto del totale delle azioni per diventare proprietari, ma basta arrivare ad un *controllo di fatto*.

Il calcolo del prezzo non è immediato, ma passa attraverso una serie di variabili complesse, che mutano in base al mercato o dalla tipologia di impresa che si considera.

Tra le categorie di cui si svilupperà l'analisi, si trovano i metodi dei *flussi di cassa scontati* e quelli dei *multipli di mercato*. I secondi, rispetto ai primi, trovano un maggior utilizzo nel settore del *private equity* e del *venture capital*, in quanto sono di veloce implementazione e risentono meno delle stime e congetture che si ritrovano nei flussi prospettici dei DCF⁴³.

Prima di definire tali metodi, si vuole porre l'attenzione al *valore d'impresa* e al *prezzo* che, in questa fase estremamente delicata e nonostante i due termini possano sembrare sinonimi, hanno una valenza differente per l'investitore.

Il *valore d'impresa* è una stima *oggettiva*, pertanto non influenzata da variabili esogene o endogene all'azienda.

“Il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ed eventuali negoziazioni”⁴⁴.

⁴² A.D. Silver, *Venture Capital, The Complete Guide for Investors*, John Wiley & Sons, NY, 1985.

⁴³ Discounted Cash Flow, ndr.

⁴⁴ AA. VV. *Principi e metodi nella valutazione di aziende e partecipazioni societarie*, Egea, Milano 1989.

È una stima basata sui dati di bilancio presi senza considerare altri parametri. Il capitale economico si astrae dalle parti, dalle variabili del mercato e dai fenomeni esterni che lo condizionano. Inoltre, non intaccano tale stima le logiche del mercato, come la domanda e l'offerta, le barriere del settore, il potere contrattuale e le offerte ricevute. A quanto detto fa capo il *fair value*, il quale definisce quanto si dovrebbe pagare per il trasferimento di un'attività o per l'estinzione di una passività in un'equa transazione di mercato⁴⁵.

Il *prezzo (o valore di mercato)* è riconducibile al valore pagato per l'acquisto della società e risente di numerose variabili non controllabili o inaspettate; tra queste sicuramente il potere contrattuale delle parti, di eventuali offerte ricevute in precedenza, da marchi e/brevetti depositati.

*"(...) i prezzi sono dati espressi dal mercato; i valori sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi e talora di quantità-stock, legate a mezzo di formule: in parte sono perciò opinioni"*⁴⁶.

Influiscono, inoltre, fattori soggettivi dell'imprenditore, in maniera più accentuata nel caso in cui l'impresa sia a conduzione familiare, come la volontà di tenere l'azienda o di sopravvalutare la stessa a causa di una componente emotiva. Infine, impattano il livello di leva finanziaria rapportato con la tipologia di impresa, l'immagine dell'impresa stessa. La valutazione, in ambito di *private equity* e *venture capital* prevede, quindi, di *prezzare* l'impresa per il suo valore reale, pertanto legata al valore d'impresa, ma anche per una componente negoziale, tipica della contrattazione delle parti in un'ottica di libero mercato.

⁴⁵ Definizione tratta dallo IAS/IFRS.

⁴⁶ L. Guatri, *La valutazione aziendale*, Egea, 2009.

4.3.1. Il metodo dei *multipli* di mercato

Riprendendo quanto prima descritto, il *metodo dei multipli* risulta quello più utilizzato per l'attività di valutazione del *valore aziendale*. Il motivo risiede nella sua immediatezza e nella facilità di applicazione alle imprese, in particolar modo a quelle quotate: i dati di borsa forniscono sufficienti informazioni utili alla quantificazione del *market cap*, dal quale si ottiene l'*enterprise value*.

Il multiplo in questione può essere analizzato in un'ottica *asset side*, utilizzata per la maggior parte da aziende industriali, oppure *equity side*, tipico delle aziende finanziarie. Questa ci permette di definire in che modo (diretto o indiretto) si arriva alla determinazione dell'*equity*.

Se la gestione operativa è nettamente distinguibile rispetto a quella finanziaria, si può utilizzare l'ottica *asset*. Nel caso questo non sia verificabile, si utilizza l'*equity side*.

Il valore fondamentale per l'*asset side* è l'*enterprise value*, ossia il valore di mercato, calcolato come somma fra il 100% dell'*equity* e il valore della Posizione Finanziaria Netta (PFN).

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

L'*equity* equivale al capitale proprio, ossia il totale che l'imprenditore decide di investire inizialmente per l'impresa. È ritrovabile all'interno del bilancio, sotto la voce Patrimonio Netto (totale attività meno totale passività).

La *PFN*, invece, è calcolata come:

$$PFN = (\text{crediti fin. a breve} + \text{cassa}) - \text{debiti fin. a breve}$$

Il termine *finanziari* lascia esclusi dal calcolo sia i crediti verso clienti che i debiti verso fornitori.

Come accennato poc'anzi, l'*EV* ha necessità di essere rapportato con una grandezza di bilancio, riconducibile a poste patrimoniali o economiche. Tra le economiche principali si trova il fatturato (*sales*), l'*EBIT* e l'*EBITDA*.

Il primo è molto semplice e intuitivo. C'è da considerare che dal totale delle vendite vanno eliminati sconti e abbuoni, incrementi per immobilizzazioni e altri ricavi e proventi. Questo indice viene consigliato per le *start-up* in quanto, nonostante possano avere risultati d'esercizio negativi, hanno margini di crescita futuri.

L'*EBITDA*, definito anche *marginale operativo lordo* (MOL), è calcolato come:

$$EBITDA = \text{valore della produzione} - \text{costi della produzione}$$

Questo rappresenta l'indice centrale per la valutazione del prezzo aziendale. Tra le voci che necessitano di essere inserite nell'equazione si trovano: costi per materie prime, semilavorati e prodotti finiti; costi del personale, dove sono inclusi i costi per le collaborazioni continuative e altre consulenze specifiche; accantonamenti a fondi svalutazione crediti; altri ricavi e proventi.

L'ultimo indice, anch'esso di notevole entità, riguarda l'*EBIT*, calcolato allo stesso modo dell'*EBITDA* ma con l'aggiunta degli ammortamenti. Vanno considerati gli ordinari, ossia inerenti a immobilizzazioni *materiali e immateriali* (in primis brevetti e marchi), ma non quelli di *goodwill* o dei costi accessori, quindi inerenti ad avviamento, ammortizzabile solamente nella normativa italiana (OIC)⁴⁷.

Quello appena descritto risulta efficiente quando si hanno imprese simili riguardo gli investimenti in capitale fisso.

Per ottenere una valutazione attendibile, si rammenti che non esiste un indice perfetto, da poter usare per ogni casistica, ma bisogna invece analizzare il contesto in cui ci si trova ad operare e il modello operativo che l'impresa ha deciso di seguire. Un'azienda immobiliare, con un elevato valore dei costi fissi, non avrebbe senso valutarla con un *EV/Sales*, poiché il prezzo formulato sarebbe compromesso dal valore distorto dell'indice stesso, che non rappresenta la potenzialità di crescita dell'impresa.

Per comparare il multiplo ottenuto si può usare un campione di aziende che operano sullo stesso settore e nella stessa zona dell'impresa *target*. Questo va poi "pulito" da eventuali *outliers* e bisogna rapportare l'indice di bilancio scelto con quello del campione selezionato, per capire se rappresenta una buona approssimazione dell'*EV*.

Infine, per conciliare quanto detto con il livello di indebitamento più volte richiamato, si rammenta che nell'*equity side* il debito va inserito nell'equazione di numeratore e denominatore, mentre nell'*asset side* va a incidere solamente sul numeratore, non avendo scudi fiscali o oneri finanziari da considerare.

⁴⁷ Per tale disamina si rimanda all'OIC 24.

4.3.2. I *discounted cash flow* per l'analisi aziendale

Per completezza, nonostante si sia appurato che i metodi di valutazione migliori vengano rappresentati dai *multipli*, nella prassi aziendale possono essere utilizzati i flussi di cassa attualizzati, definiti *DCF*.

Questi si basano sull'attualizzazione di flussi di cassa futuri, attualizzati ad un tasso che varia a seconda del modello utilizzato. Tale adeguamento viene eseguito su un intervallo temporale che varia tra i 5 e i 10 anni.

Il problema principale dei *DCF* riguardano le stime soggettive che il management è tenuto a prendere per effettuare la valutazione. Mentre, nel modello precedente, venivano utilizzate grandezze di bilancio, ora vengono utilizzati flussi di cassa prospettici, che possono discostarsi dalla realtà (previsione troppo ottimistica o pessimistica).

Per i *DCF* possono essere utilizzati due flussi in particolare, riconducibili a *FCFO* oppure a *FCFE*. Nel primo si fa riferimento al flusso di cassa di tutti (soci più debito), ossia l'*EBITDA* al netto di imposte operative e ammortamenti, mentre nel secondo solamente al flusso di cassa per imprenditore e soci (*equity*), calcolabile come *NOPAT* (ossia il reddito al netto delle imposte) sottratto degli oneri finanziari e al quale si sommano gli scudi fiscali (*TS*).

Ovviamente, variando il *FCF* muta anche il tasso di attualizzazione. Nell'*FCFO* si utilizza il *WACC*, mentre nell'*FCFE* si utilizza r_E .

A titolo esplicativo, il *costo del capitale* r_e tiene in considerazione sia il rischio operativo che quello finanziario in un'impresa con indebitamento. Il *WACC* considera il livello di indebitamento, ma anche gli scudi fiscali generati dal debito.

$$WACC = R_E \times \frac{E}{V} + r_D \times (1 - t_c) \times \frac{D}{V}$$

V è il valore totale dell'impresa che comprende il valore *unlevered* sommato agli *scudi fiscali* e sottratti i *costi del dissesto* (*DC*). I costi del dissesto aumentano più che proporzionalmente all'aumentare del debito.

Se si considera un contesto con imposte (come nella realtà), all'aumento del debito equivale un aumento del *WACC* e viceversa, ma se si utilizza debito per finanziare l'impresa, questo risente degli scudi fiscali e, pertanto, è meno accentuato rispetto ad un contesto senza imposte.

L'utilizzo del debito è consigliato fino ad una certa soglia, ossia fino al momento in cui si ha più vantaggio dagli scudi fiscali rispetto all'utilizzo di capitale proprio. Dal momento in cui i terzi percepiscono un innalzamento del rischio di default, ecco che aumenta di conseguenza il *WACC*, con il capitale di debito che diventa molto più costoso.

L'analisi dei *DCF* può essere compiuta sia in un contesto *study-state* che *study-growth*. Per questo trattato si è analizzato il modello *study-state*, quindi mantenendo stabili sia i ricavi che i costi dell'azienda e presentando, nel tempo, la stessa esposizione al rischio operativo.

Se si considera il tema dell'elaborato, utilizzare la crescita dell'azienda al tasso *g* (come nella seconda casistica) sarebbe risultato superfluo, pertanto si è deciso di tralasciare tale parte, rimandando a letture più approfondite in merito.

4.4. Il processo di *due diligence*

Il processo di *due diligence* è centrale per avere una panoramica della situazione dell'impresa che si intende acquisire o su cui si desidera investire. Questa operazione risulta articolata e incentrata su diverse aree dell'azienda, che verranno trattate in seguito. L'analisi principale verrà svolta sulla *financial due diligence*, ma si cercherà di valutare anche l'area legale, quella operativa e quella commerciale.

Partendo dalla *legal due diligence*, questa ci permette di ottenere valide informazioni sui diritti di proprietà sulle immobilizzazioni materiali e/o immateriali. In particolare, si fa riferimento a vincoli o restrizioni nell'utilizzo del proprio diritto di proprietà. All'analisi legale fa capo anche quella inerente alla *fiscal due diligence*, che informa l'investitore su eventuali tematiche riguardanti tassazione societaria (se il gruppo che acquista è estero) e di eventuali problemi derivanti dalla gestione precedente.

L'*operations due diligence* riguarda soprattutto la produzione (e alla sua organizzazione) e le tematiche relative alla tesoreria. Si analizza il modello operativo, così da comprendere eventuali punti di intervento o colli di bottiglia, in

modo da ottimizzare il processo nel caso di acquisizione. Si tenta di confermare, in questa fase, i numeri forniti dal *business plan*.

La *commercial due diligence* consente di analizzare il fattore mercato, in quanto verifica eventuali *competitors*, barriere in ingresso nel settore, punti di forza e di debolezza della struttura aziendale.

Infine, come ultima analisi si vuole trattare la *financial due diligence*, di particolare rilievo soprattutto per il *private equity*.

Il principale obiettivo di questa analisi è comprendere la redditività reale dell'impresa *target*. Per fare ciò, molto spesso viene utilizzato come elemento di analisi l'*EBITDA*, cioè l'utile *prima* delle imposte. Inoltre, in questa fase, si vuole identificare il *core business* dell'impresa con un'analisi dettagliata dell'area operativa, in particolare su costi e ricavi. Infatti, sarebbe inutile includere anche elementi che non fanno parte della gestione caratteristiche dell'entità, quale può essere un immobile concesso in affitto.

Vanno poi considerati tutti gli elementi positivi o negativi che possono nascere, come una PFN molto indebitata oppure marchi o brevetti non sfruttati al meglio. In questo contesto si svolge anche una visione di potenziali *join venture* con altre realtà oppure l'analisi di ricavi e costi prospettici, utili al *business plan*; focalizzarsi sull'analisi del CCN (Capitale Circolante Netto), sul CAPEX (Capitale Investito) e sulle serie storiche di EBITDA/EBIT risulta importantissimo, soprattutto in ottica di fatturato che si prevede nell'anno.

Tutta la fase di *due diligence* porterà alla definizione del prezzo di mercato alla quale l'impresa verrà poi scambiata.

4.5. Le fasi dell'operazione

Nel proseguo del paragrafo verranno analizzate le varie fasi dell'operazione, dalla creazione del valore fino al disinvestimento. Lo scopo è di far comprendere come si muove la società sul mercato una volta entrata nell'azionariato e come intende arrivare alla creazione del valore, nonché la fase finale di disinvestimento, grazie alla quale si determina il buon esito o meno dell'operazione. La prima parte sarà

dedicata alla creazione del valore e al monitoraggio della stessa, per poi passare alla fase finale in cui vengono vendute le partecipazioni.

4.5.1. La creazione di valore

La creazione di valore è la componente principale per quanto riguarda i fondi e i privati, perché attraverso questa si determina il guadagno effettivo su cui si potrà contare al momento del disinvestimento.

Per iniziare, si pensi al *mix* di contatti e conoscenze che possono essere apportate dal fondo o dal privato nel momento che si decide di investire. Sicuramente, questo aumenta la visibilità dell'azienda e, allo stesso tempo, aiuta a creare un'immagine più strutturata e affidabile, soprattutto da parte dai soggetti che intrattengono rapporti commerciali con essa. Tale espansione è stata già descritta nel Capitolo 1, con una disamina del fenomeno della globalizzazione e dell'effetto che ha avuto internet nel modo di operare delle imprese.

A questo fenomeno si vuole affiancare anche il modello implementato da diversi fondi di investimento, che decidono di acquistare imprese con lo scopo di creare una rete di operatori in sinergia tra di loro. Questo incrementa il valore dell'azienda in considerazione del fatto che, nel merito delle operazioni straordinaria come la fusione, il risultato di tale processo non è matematico ($1+1=2$), ma, grazie alle sinergie, è più elevato ($1+1=3$). L'economia insegna che, proprio grazie alle sinergie, il valore aziendale complessivo aumenta più che proporzionalmente alla somma del valore delle singole aziende.

Secondo aspetto su cui si vuole far riflettere riguarda la creazione di occupazione e crescita economica. Secondo uno studio del 2006⁴⁸, le imprese operanti nel *pe* hanno avuto una crescita maggiore rispetto a quelle che non hanno utilizzato tale finanziamento.

Terzo punto è inerente alla consulenza fornita dai manager nel momento dell'investimento. Questa risulta molto più marcata (66%)⁴⁹ nelle aziende in fase di *seed* e nelle *start-up*, mentre è più contenuta (circa il 23%)¹² nelle aziende già

⁴⁸ Studio condotto da AIFI per quanto riguarda il mercato italiano del *pe*.

⁴⁹ C. Bovaird, "Introduction to Venture Capital Finance", London, 1990.

ben avviate. Tale dato è immaginabile dal momento che le aziende più giovani hanno necessità esperti nel settore per poter comprendere come muoversi in un mercato frammentato e di come intrattenere rapporti con clienti e fornitori. Infine, l'ultimo tassello che si aspetta l'investitore è quello di creare una mentalità unica, seguita da tutti i dipendenti e che si basa sull'insegnamento e sul successivo apprendimento, cercando di creare un gruppo unito, dove non si valorizza il singolo ma l'insieme. Infatti, non di rado i costi di formazione per le aziende in questione sono molto alti proprio per far comprendere alla forza lavoro l'importanza di tale principio.

4.5.2. Il monitoraggio dell'investimento

Si approfondisce ora la tematica inerente al monitoraggio dell'investimento da parte del fondo o del soggetto privato.

Per arrivare a tale obiettivo si necessita, innanzitutto, di comprendere il tipo di investitore che si ha d'innanzi. In particolare, si possono trovare soggetti poco attivi nelle dinamiche aziendali, ossia che sottoscrivono il capitale e lasciano ad altri la gestione, come soggetti che intervengono molto spesso nelle scelte aziendali, con nuove idee o attraverso nuove strategie; si può avere anche una via di mezzo fra queste due categorie.

Definire la tipologia di investitore aiuta soprattutto a comprendere quale sarà il coinvolgimento all'interno dell'azienda. Nel concreto, si può riassumere tale concetto con il numero di ore trascorse all'interno degli edifici dell'entità in oggetto. Chiaro è che un ruolo fondamentale lo gioca la vicinanza geografica dell'acquirente all'impresa.

Si vuole far passare l'idea che molti investitori vogliono avere una partecipazione attiva nel governo dell'impresa, così da mantenere sotto controllo la situazione, mentre altri sono interessati solamente al profitto finale, lasciando al *management* la *governance*.

A titolo di esempio, facendo fede alle categorie di *pe* analizzate nel capitolo precedente, è chiaro che operazioni in *early stage* o di *turnaround* richiedono un coinvolgimento maggiore.

In tale contesto gioca forte lo svolge il grado di affinità e di fiducia che va a instaurarsi tra imprenditore e acquirente.

Con questo pretesto, si coglie l'occasione per agganciarsi alla questione delle partecipazioni nel CDA richieste dall'acquirente per consolidare il proprio controllo. In merito a ciò, non è inusuale tale pratica, ma va ricordato che la fiducia che si instaura fra le parti è fondamentale e, oltre a questo, si vuole richiamare il Capitolo 2 con tutti i patti sociali e parasociali che possono essere utilizzati quale mezzo di tutela nel caso di uscita "precoce", come le clausole di *lock in* e gli accordi di *earn out*.

È stato inoltre dimostrato⁵⁰ che più è profonda la conoscenza del settore da parte dell'investitore e minore è il grado di interlocuzione fra i membri del CDA e i compratori.

Il monitoraggio dell'investimento passa attraverso una serie di *step*, a cui l'investitore, assieme al suo team, deve prestare attenzione. Sicuramente, il più importante riguarda l'andamento della dinamica finanziaria. Come precisato precedentemente, la creazione del valore passa attraverso la disamina dell'indebitamento, visto che una posizione troppo indebitata è causa di una cattiva immagine agli occhi degli investitori. Pertanto, una volta che il management ha definito il giusto *mix* fra capitale proprio e capitale di terzi, è fondamentale che non vengano apportate modifiche e che tale livello rimanga stabile. Ovviamente, questo varia a seconda del mercato e dell'impresa che ci si trova ad affrontare. Inoltre, i flussi monetari giocano un ruolo fondamentale nella determinazione delle entrate (incassi) e uscite (pagamenti), e questo aiuta a tracciare un andamento durante l'anno di come la finanza si evolve.

4.5.3. La fase di disinvestimento

In questo paragrafo finale si vuole porre l'attenzione sul disinvestimento da parte degli acquirenti, in particolare se si tratta di un fondo di *pe*.

⁵⁰ H.J. Sapienza, "Venture Capital. The complete guide for investors", John Wiley & Sons, NY, 1985

Come riportato all'inizio del Paragrafo 4, questa fase permette di determinare il successo o l'insuccesso del *management* che ha gestito l'azienda negli anni precedenti.

Per quanto riguarda i *general partners*, gran parte del loro profitto deriva proprio dal tasso di crescita dell'impresa negli anni e sulla successiva rivendita. Inoltre, è nell'interesse comune sapere *quando* e *come* si deve disinvestire; tali scelte sono influenzate da variabili endogene ed esogene.

Detto ciò, si rammenti che, nella prassi, un fondo sceglie a priori il momento in cui uscire dall'investimento, che non identifica una data precisa nel tempo, bensì un periodo più o meno vasto (comunque entro alcuni mesi) che permette di comprendere le migliori strategie di uscita e la logica sottostante la legge della domanda e dell'offerta che è propria del mercato borsistico.

Fatta questa premessa, il modello di disinvestimento si può articolare in diverse categorie che si vogliono ora analizzare.

La prima modalità, e inoltre quella più usata fino a cinque anni a questa parte è rappresentata dal *trade sale*, ossia la vendita delle partecipazioni a nuovi soci industriali, oppure attraverso la fusione con un'altra società. Rispetto alla quotazione (dopo trattata), questa modalità presenta alcune criticità, in *primis* il fatto che si deve giungere ad un accordo tra il nuovo management e il fondo proprietario dell'impresa, cosa che non sempre risulta semplice. Di norma, questo accade dal momento che si offre, ai nuovi soci, una quota di controllo sulla società che essi decidono di acquistare.

Il *trade sale* ha due strade per essere portata a termine, ossia può essere una vendita privata, quindi con un unico acquirente, oppure può trattarsi di una vendita tramite asta. La seconda ipotesi risulta la più praticata, per il semplice motivo che il prezzo che si riesce a percepire è maggiore rispetto al primo modello, in quanto verranno effettuati rialzi da parte dei compratori.

Il processo è articolato in una primaria *due diligence* effettuata dalla stessa azienda, la quale fornirà un *memorandum* ai possibili compratori. Verranno successivamente formulate delle offerte in busta chiusa, in modo che l'imprenditore possa farsi un'idea dei possibili acquirenti. Le offerte saranno basate sul *memorandum* fornito dalla società venditrice. Dopo questa prima

scrematura, si arriverà alla fase di definizione dell'asta, dove si deciderà il vincitore e si firmerà il *closing* dell'operazione.

I principali vantaggi sono:

- la possibilità di liquidare in maniera rapida le quote;
- la possibilità di spuntare un prezzo maggiore rispetto all'IPO;
- la liquidazione possibile del 100% delle quote nel caso non si voglia rimanere all'interno della compagine societaria;
- minori costi rispetto alla quotazione.

Gli svantaggi, in genere sono:

- il management che fa opposizione alla procedura;
- tagli del personale derivante dalla sinergia;
- la difficoltà che, per alcuni mercati, non ci sia un compratore.

Il modello successivo è rappresentato dalla *quotazione*. Il procedimento è legato alle norme del mercato borsistico. Per cominciare, prima di attuare la procedura si deve capire in che tipo di mercato si intende quotare la propria azienda. Da questo deriva l'*iter* da seguire e tutta la documentazione a supporto da dover consegnare per l'analisi. Per la procedura, complessa e molto lunga, si rimanda alla normativa della Borsa Italiana "*Guida pratica alla quotazione*", 2010. Basti pensare che tale procedura è divisa in tre macroaree: *preparazione; due diligence; ammissione e collocamento*.

La prima prevede l'eventuale riorganizzazione aziendale, la certificazione dei bilanci e la definizione del piano industriale. La seconda è simile a quella trattata in precedenza, ma con l'aggiunta della costruzione dell'*equity story*. Infine, con la terza, c'è l'analisi da parte dei soggetti preposti dalla borsa (in questo caso italiana), l'ammissione e la quotazione e il roadshow.

Il fine ultimo è di giungere alla corretta rappresentazione dell'azienda in termini economici e di arrivare alla determinazione di un prezzo equo. Tale prezzo risente della legge della domanda e dell'offerta, nonché delle fasi del mercato. Pertanto, è fondamentale scegliere il momento giusto. La quotazione aiuta soprattutto a ottenere una buona immagine spendibile nel mercato, questo come elemento aggiunto ai vantaggi prima citati. Un IPO è sinonimo di bontà dei conti e crescita aziendale, entrambi elementi ben visti dai possibili acquirenti.

Infine, ultimo elemento che si vuole analizzare come disinvestimento è il *secondary buy-out*. Si tratta di vendere le quote ad un altro fondo di *pe*, solitamente più grande di quello attualmente impiegato.

Le cause di tale scelta possono essere le più disparate, tra cui il periodo temporale raggiunto per la dismissione, attriti tra imprenditore e CDA o altri soggetti interni all'azienda, voglia di cambiamento. Possono essere anche state portate a termine le operazioni di *turnaround* e, pertanto, il compito del fondo è compiuto.

Per concludere, i vantaggi e gli svantaggi per ogni categoria derivano da variabili non controllabili da parte dell'operatore, come le logiche di mercato prima richiamate ma anche da fattori soggettivi e *asimmetrie informative*.

5. Biotecnologia e *private equity*: un binomio vincente

5.1. Una prima panoramica

Il seguente capitolo vuole fornire una rappresentazione del mercato delle biotecnologie, partendo da dati storici e continuando la successiva evoluzione negli anni.

Attraverso tale analisi si riuscirà a comprendere il motivo dell'interesse dei fondi di *private equity* per il contesto e di come essi abbiano deciso di intervenire.

Tale procedimento sarà utile per capire se il modello è attuabile per ogni realtà oppure solamente per settori specifici.

5.2. Struttura e composizione del mercato

Il mercato delle biotecnologie rappresenta un modello assolutamente innovativo sotto numerosi punti di vista. Per iniziare, ha una storia più recente rispetto agli altri, derivando direttamente da quello tecnologico, esploso nel 1980 con l'avvento delle *big tech* della Silicon Valley. Inoltre, a causa della recente pandemia da Covid-19, non si sono verificati crolli improvvisi o irrimediabili come in quello manifatturiero o del turismo.

Il mercato è composto da tre sottocategorie, ossia quella della *salute dell'uomo*, dell'*industria-ambiente* e, infine, dell'*agricoltura*.

Il *focus* sarà quindi sull'*healthcare*, pertanto riguardante la prima categoria, che comprende nuove tecnologie in ambito medico, oltre che a farmaci e beni complementari. Questi ultimi, soprattutto negli ultimi anni, hanno avuto un'impennata causata dall'espandersi e del protrarsi della pandemia e delle nuove varianti.

Il mercato globale può essere scomposto in due aree, ossia quella americana, che registra il maggior fatturato, e quella europea, in continuo sviluppo ma incapace di mantenere il passo della collega.

5.2.1. Uno sguardo al mercato italiano

Il mercato italiano si trova in continua espansione. Questo soprattutto a causa della privatizzazione che il SSN⁵¹ sta attraversando per fronteggiare le continue richieste di visite, interventi e degenze di cui il privato necessita. Infatti, uno degli effetti a lungo termine della pandemia è stato proprio quello di creare lunghe file di attesa per quanto riguarda i pazienti, portando gli ospedali allo stremo.

Inoltre, con l'uscita dei vaccini per il Coronavirus, sono numerosi i fondi che prendono la decisione di investire nel settore chimico e farmaceutico, consci delle possibili fonti di guadagno.

Secondo una recente intervista rilasciata da *H-Farm*⁵², il mercato europeo del *biotech* possiede un valore di circa 112 miliardi, con la quota maggiore dei ricavi che deriva dalla vendita di farmaci.

Sempre secondo la medesima fonte, il continente europeo ha raccolto investimenti per un totale di 7 miliardi di euro nel 2022. L'Italia risulta molto arretrata per il *fundraising*, poiché solo 160 milioni sono stati impiegati nel territorio, i quali rappresentano l'1% del totale globale in *Life Science* e circa il 5% europeo.

Nonostante i dati siano poco incoraggianti, è altresì vero che risultano aumentati gli investitori internazionali che decidono di apportare capitale nel sistema nazionale, inclusi *private equity*, *venture capital* e *business angel*. Tali operatori internazionali sono circa l'85% del totale.

Secondo i dati di AIFI⁵³, il *fundraising* è aumentato con un ritmo soddisfacente dal 2017 al 2021, nonostante alcuni periodi altalenanti (vedi il 2019⁵⁴), passando dagli iniziali 322 milioni ai 972 dell'ultimo anno.

Rispetto al 2020, il mercato italiano del *pe* è cresciuto dell'82% circa. Gran parte di questa raccolta deriva investitori individuali (24,7%, con un incremento del 22% rispetto al 2020) e da assicurazioni (46,5%). Inoltre, i rimborsi di capitale sono in calo rispetto al 2020. Nel dettaglio, sono aumentate le società che emettono rimborsi, ma è diminuito il valore restituito, segnando un'inversione di tendenza

⁵¹ Sistema Sanitario Nazionale (n.d.r.)

⁵² Si tratta di un'azienda nata nel 2005, nata con l'idea di investire sull'evoluzione tecnologica, diventando il primo *venture incubator* al mondo.

⁵³ Associazione italiana del Private Equity e del Venture Capital.

⁵⁴ Preventivabile in virtù delle prime titubanze derivanti dallo scoppio del Covid-19.

rispetto al triennio 2017-2020, con un valore in crescita per tutti e quattro gli anni. In pratica, vengono effettuati più rimborsi ma sono impiegati meno risorse. A detta di chi scrive, il motivo può essere ricondotto sia alla mera speculazione, sia alla diversificazione degli investimenti, con la volontà di effettuare operazioni di più lunga data.

Per la prima ipotesi, molti soggetti, tra cui i fondi privati, hanno sfruttato l'andamento positivo dell'indice di *biotech* di borsa, il quale ha avuto picchi positivi al momento dell'uscita dei vaccini. Arrivato il picco, venivano vendute le quote, monetizzando l'investimento.

Nella seconda ipotesi invece, come detto all'inizio dell'elaborato, il periodo di investimento medio di un fondo è di dieci anni. Pertanto, cominciano a ragionare in quest'ottica anche i privati, andando lunghi e mantenendo le proprie posizioni. Inoltre, nel 2021, con Mario Draghi come Presidente del Consiglio, l'Italia ha attraversato un momento di euforia generale, dato confermato soprattutto dal rialzo della Borsa Italiana al momento dell'accettazione della carica e mantenuto anche nei periodi successivi.

Fatta questa parentesi, si vedrà che il problema è riconducibile dal mancato apporto di risorse alle piccole società, per concentrare tutto il capitale a favore delle *multinazionali*. Pertanto, inizia a perdere quota il mercato dell'*early stage*, preferendo, per questo settore, investire in società già solide (*buy-out*).

5.2.2. L'andamento del mercato europeo

Come si è ribadito in precedenza, non solo l'Italia vuole imporsi nell'*healthcare*. Partendo dal mercato europeo, il modello è lo stesso applicato per la penisola, con alcune differenze.

La prima riguarda la fase di vita dell'entità nel momento del finanziamento, se si considera che all'estero vengono effettuate più operazioni in *early stage* e di *buy-out* mentre, in Italia, gli investimenti sono principalmente di *expansion*.

Il settore che ha registrato il maggior numero di operazioni riguarda l'*ICT* (alta tecnologia), con 183 operazioni concluse, mentre il medicale si ferma a 79.

Il valore totale degli investimenti è di circa 11.2 miliardi di euro, divisi in 644 operazioni su 488 società. Una porzione preponderante riguarda i *mega deal*, ossia il cui importo varia fra i 150 e i 300 milioni di euro. Questi, per l'Italia riguardano una minima parte sul totale, mentre, in Europa, rappresentano una fetta considerevole.

Dal 2020, i *mega deal* sono aumentati considerevolmente, andando a rappresentare il 67% circa del capitale totale raccolto. Il dato potrebbe essere condizionato dall'alto numero di operazioni di *M&A* compiute nell'anno da parte delle *big cap* per acquistare le piccole realtà. Con ciò, lo schema d'azione rimane il medesimo, nonostante gli importi siano variati.

Pertanto, l'idea collettiva è di aumentare il numero di investimenti di basso valore nel settore, proprio come raccontato nel Capitolo 1, con molti di questi di importo contenuto.

A detta di chi scrive, tale comportamento potrebbe rappresentare una strategia per diversificare il *portafoglio titoli* delle società (SGR, fondi ecc.), in modo da avere un bacino d'azione più ampio, e tutelarsi in caso di *default* di un'entità.

A supporto di tale supposizione si vuole proporre, grazie all'ausilio della banca dati di AIFI, il numero di investimenti effettuati nel *private equity* e nel *venture capital*. Mentre, nel primo, il numero è stazionario ma in aumento anno dopo anno, il secondo ha una crescita molto più marcata, andando a registrare 371 operazioni concluse nel 2021 contro le 238 del *private equity*.

Tale dato risulta utile all'analisi poiché, come ribadito innumerevoli volte in precedenza, il *vc* è un ottimo indicatore della volontà dei soggetti di mantenere l'investimento per un periodo più ampio, escludendo di fatto operazioni di mera speculazione.

Altra differenza si ritrova nel tipo di investitore che decide di apportare risorse. Nel territorio internazionale, molti capitali sono erogati da fondi pensione e SGR, nonché dal settore pubblico e dalle banche, mentre risultano in calo gli investitori privati, che in Italia hanno avuto un considerevole aumento. Il dato conferma che l'Europa si sta muovendo nella direzione degli USA di utilizzare il *pe* come fonte di guadagno, immettendo nel sistema nuova liquidità.

5.2.3. Il mercato internazionale

Si vuole svolgere un approfondimento riguardo il mercato USA, così da confermare e ampliare i dati a disposizione.

L'indice borsistico *NASDAQ⁵⁵ Biotechnology (NBI)* raggruppa titoli di società quotate operanti nelle biotecnologie o nella creazione di prodotti farmaceutici, e rappresenta il punto di partenza per il mercato in questione.

L'andamento del titolo racconta di un *trend* in crescita dal 2018, con picchi nell'agosto del 2021.

Come accennato nelle prime battute del paragrafo, l'andamento è rimasto stabile anche nell'anno della pandemia, segnando ribassi di pochi punti.

Addirittura, già nel 2000, come racconta una fonte di Bloomberg⁵⁶, il settore si trovò in aumento, tanto che il capitale raccolto (per il solo mercato americano) fu di circa 8.6 miliardi di dollari, quasi il doppio se si guarda allo stesso trimestre dell'anno precedente.

Spinti dai profitti, a cominciare dal medesimo anno, entrarono come investitori governi locali (ossia i singoli stati degli Stati Uniti), banche commerciali e fondi comuni d'investimento. Fra questi ultimi, un esempio che si vuole riportare come supporto per l'argomento trattato è rappresentato dal fondo *Burrill&Co*, pioniere nel *private equity* e *venture capital* per gli investimenti in *biotech*, con un valore degli *asset* stimato a 1.5 miliardi.

Spinti dalla possibilità di quotarsi, per la *legge della domanda* (descritta nei capitoli precedenti), il prezzo delle azioni iniziò ad aumentare, tanto che si passò rapidamente da \$90 iniziali a \$118⁵⁷ nella fase di IPO.

Il *vc*, nel medesimo anno, fu l'indice di riferimento per il mercato: nel 1999, dei 41.6 miliardi raccolti nel mercato americano, 1.4 andarono al mercato del *biotech*; nel 2000, il mercato raccolse quasi il doppio (2.1 nei soli primi nove mesi).

⁵⁵ Mercato borsistico statunitense istituito a *Wall Street* nel 1971, il cui indice NBI indica quello delle biotecnologie.

⁵⁶ Database americano che consente di apprendere informazioni inerenti a mercati e aziende quotate, nonché di accedere a serie storiche degli stessi.

⁵⁷ Dati riferiti all'anno 2000.



Tabella 1.5

Fonte: NASDAQ, *Indice Biotechnology (NBI)*, estrazione del 02/09/2022

Come si osserva dal grafico, eliminando il primo trimestre del 2022 (che combacia con lo scoppio della crisi energetica), l'andamento altalenante ha un rialzo nei mesi antecedenti alla pandemia, per poi registrare il picco nella metà del 2021. Come indicato per l'Italia, anche all'America può essere applicato lo stesso schema di azione. s

5.3. Le difficoltà del mercato e le strategie d'uscita

Volendo riprendere i dati relativi al mercato trattati nel paragrafo precedente, si vuole ora porre l'attenzione sulle difficoltà che si possono palesare.

In particolare, il focus sarà incentrato sui mega deals descritti in precedenza e sulla capacità delle piccole imprese di generare profitto, nonostante la concorrenza delle multinazionali.

Il primo punto sarà pertanto il tema dei fondi e di come questi girino e vengano allocati. Il secondo invece, si concentrerà sulla tematica della generazione di profitto da parte dei piccoli gruppi imprenditoriali.

5.3.1. I mega deals e la circolazione del capitale

La composizione del mercato, si è detto, ha visto aumentare gradualmente i capitali raccolti e quelli investiti. Ad esso, si aggiunge il numero di operazioni di

finanziamento concluse. Nel dettaglio, il numero di *mega deals* è diminuito, ma il loro valore è aumentato, passando da operazioni del valore di 3.5 miliardi nel 2020 a 9.8 miliardi nel 2021.

Quanto detto potrebbe contrastare con quanto supportato nel paragrafo precedente riguardo l'interesse degli investitori ad aumentare il periodo di investimento, mantenendo il titolo in portafoglio.

In realtà, il motivo di tale informazione risiede nel fatto che in tanti, tra cui molti soggetti privati e fondi comuni, investono nella *large cap* piuttosto che nella *small cap*, ma il risultato a cui si giunge è sempre il medesimo.

Questo *modus operandi* ha fatto sì che molte aziende venissero acquistate dalle grandi multinazionali (quasi tutte statunitensi), attraverso operazioni di *M&A*, per espandere il proprio bacino di operatività e rimanere competitivi nei confronti delle altre *big company* settoriali. Inoltre, l'acquisto di nuove società permette di ottenere brevetti e *know-how* interno da poter sfruttare a proprio vantaggio (per il principio, sopra riportato, che la somma delle società risultante dalla fusione è superiore a due grazie alle sinergie create).

Le piccole realtà hanno il vantaggio di avere alle spalle un gruppo solido, capace di intervenire al bisogno.

Il cerchio si chiude con l'aumento dei progetti di *R&D*, che sono la spina dorsale del mercato per riuscire a rimanere al passo con i *competitors*.

La tematica non è sempre così semplice.

Come premessa, si rammenti che il ciclo di vita di un farmaco viene diviso in quattro fasi principali, di cui le prime due sono la sperimentazione e i test generali, mentre la terza riguarda la verifica sull'uomo, per poi arrivare alla quarta fase, ossia la messa in produzione del prodotto.

Secondo un articolo pubblicato nel sito della Borsa Italiana⁵⁸, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, il mercato dell'*healthcare* vede un cambiamento negativo del settore negli ultimi dieci anni.

In particolare, le *small cap* passano alla creazione di farmaci già alla fase due, creando di fatto un modello speculativo, non idoneo al mercato, in quanto molto rischioso per la salute umana (il farmaco non è testato).

⁵⁸ Schroders è un asset manager a livello mondiale, che opera soprattutto nella consulenza a privati e imprese, specializzato in investimenti nell'*healthcare*.

Sempre le *small cap* hanno aumentato, negli ultimi anni, le richieste di *IPO* per poter accedere a nuovi capitali, visto e considerando il *burn rate* insostenibile senza nuove finanze.

Si entra così in un circolo continuo, alla ricerca disperata di nuova liquidità, con la conseguenza che i progetti di *ricerca e sviluppo* (R&D) vengono accantonati e il capitale destinato a loro tramite *budget* viene rivisto e diminuito.

Rammentando la prima parte del paragrafo, ecco il motivo delle scelte di investire nelle grandi società del settore, vista la solidità e l'esperienza maturata negli anni. Operando tale scelta, i grandi colossi mantengono le loro posizioni da leader, monopolizzando il mercato, mentre alle piccole resta solamente la possibilità di aggregazione.

Riassumendo il tutto, si possono identificare pregi e difetti di un mercato ancora incompleto ma con possibilità di crescita.

I punti di forza, a detta di chi scrive, possono essere:

- la facilità con cui è possibile reperire capitale, soprattutto con l'avanzare della pandemia, la quale ha aumentato la corsa alla creazione di nuovi vaccini;
- lo stadio avanzato del settore, grazie alle innovazioni tecnologiche che si sono susseguite durante gli ultimi anni; come esempio, basti pensare all'*intelligenza artificiale* applicata nel capo della robotica;
- si tratta, al contempo, di un settore giovane, che ha molto da offrire soprattutto per chi decide di investire nel lungo periodo.

Di contro, possono essere riscontrati diversi lati negativi legati a:

- l'anomalo *burn ratio* che ha colpito il settore negli ultimi anni; a causa di questo, il ciclo del mercato è destinato a cercare e richiedere sempre più capitali, così da risultare sostenibile;
- utilizzo dei capitali delle *big farms* per sopperire alle lacune finanziarie delle piccole entità;
- il tempo di ritorno degli investimenti sotto forma di flusso di cassa.

Tralasciando gli ultimi due punti, che saranno oggetto di disamina nel prossimo paragrafo, a primo impatto si può considerare l'investimento come rischioso, ma altamente stimolante e innovativo, con reali possibilità di guadagno.

5.3.2. Un approfondimento dei dati negativi

Riallacciandosi a quanto detto pocanzi, soprattutto gli ultimi due punti rappresentano uno scoglio arduo da superare.

Nel dettaglio, la volontà di molte *multinazionali* di acquistare società della *small cap* può volgere a svantaggio del mercato stesso, in quanto si cercherà di investire in progetti che hanno un ritorno economico più rapido (*ROI* maggiore) rispetto ai progetti che bruceranno maggiori risorse nel lungo periodo.

Ovvero, di investire in questi ultimi ma con un ridotto e controllato dispendio di risorse (andando ad agire sul budget loro destinato), riducendo di fatto lo sviluppo tecnologico e l'innovazione del farmaco o della terapia stessa.

In quanto imprese, è normale che le *large cap* pensino al profitto che possono generare con la vendita di farmaci non essenziali, come possono essere gli integratori alimentari e i farmaci sostituti (un esempio può essere l'*Oki* con il *Moment*), non concentrando, di fatto, la propria attenzione su elementi più innovativi. In particolare, si vuole riportare l'operazione di acquisizione della società svedese *Orphan Biovitrum* da parte del fondo di *private equity* "*Advent International*"⁵⁹ assieme al fondo sovrano di Singapore. La società citata aveva grosse difficoltà nel piazzare il proprio prodotto di punta sul mercato (un farmaco in grado di curare l'emofilia), tanto da accettare la proposta di acquisizione per 8 miliardi di dollari.

È ovvio che il mercato per i farmaci è diverso a seconda della gravità della malattia trattata, ma è altrettanto vero che il maggior profitto, in questo settore, si ricava da prodotti a basso costo.

Il margine generato è molto maggiore rispetto a prodotti ancora non collaudati, che possono portare all'abbandono del progetto.

⁵⁹ Fondo statunitense con un patrimonio stimato di 90 miliardi che opera soprattutto in Asia, Nord America ed Europa.

5.3.3. L'analisi dei lati positivi

Oltre ai suddetti lati negativi, si vogliono trattare ora i lati positivi che si possono ricondurre alle operazioni di *private equity*.

Già si è visto che, dalla pandemia, molte aziende operanti nell'*healthcare*, in particolare nel settore farmaceutico, hanno maggiore facilità a reperire capitali rispetto ad altri settori.

Infatti, secondo uno studio di *Bain & Company*⁶⁰, il settore sanitario ha un CAGR dell'11.1%, mentre quello del mercato si attesta sul 7.6%. Tale indice informa che il mercato è molto propenso a nuove sfide, ragion per cui aumentano gli investimenti nello stesso e, di conseguenza, anche i profitti che si possono generare.

Inoltre, a differenza di molti altri settori, questo non ha un'espansione geografica focalizzata (da non confondere con il volume di affari), ma tocca tutti i paesi più sviluppati o delle nuove economie emergenti.

Bain & Company, inoltre, si sbilancia affermando che ci sarà un maggior sviluppo di capitali e investimenti sempre più proficui proprio per la crescita che va a incrementarsi anno dopo anno.

Viene, inoltre, confermata la teoria inizialmente proposta da chi scrive che molte imprese della *small e mid cap* cercano nuovi modelli per metodi per finanziarsi, ricorrendo spesso al capitale privato oppure a operazioni di *M&A*.

“For example, Horizon Therapeutics acquired Viela Bio for \$3 billion to strengthen its market position in autoimmune diseases, and Jazz Pharmaceuticals acquired GW Pharmaceuticals for \$7.2 billion to enter the cannabinoid therapeutics market”.

Da un lato, si cerca di aumentare il volume del capitale investito con nuovi finanziamenti; d'altro canto, si cerca di mantenere la propria indipendenza da soggetti esterni.

⁶⁰ Società di consulenza strategica, fondata nel 1973, che fornisce servizi in tutte le aree geografiche e in tutti i settori.

5.4. La possibilità di nuovi mercati

Nei precedenti capitoli e paragrafi si è molto discusso della possibilità di crescita che ha sviluppato il mercato dell'*healthcare* grazie alle innovazioni della tecnologia che si sono susseguite negli anni.

Con uno sguardo più approfondito della materia, si può notare come sia mutato il modello di approccio degli altri mercati nei confronti del settore *biotech*.

In particolare, sempre maggiori settori si mischiano con quello suddetto per creare nuovi business e nuovi posti di lavoro.

5.4.1. Il mercato del *mental healthcare*

Si vuole partire analizzando l'impatto che ha avuto la pandemia sulla salute dell'uomo, visto che, oltre a quella fisica, un impatto profondo si è riscontrato soprattutto per quella mentale. Nel dettaglio, dal database di *Bain & Company* si evince come la salute mentale sia entrata nell'orbita degli investimenti richiesti.

"In October, for example, BetterUp raised \$300 million through a Series E funding led by Wellington Management, following a \$125 million Series D round in February. With the reduced stigma for mental health services, combined with greater employer and payer commitments, the addressable mental health market seems bound to expand over the next few years⁶¹"

Di fatto, vengono svolti sempre più investimenti nelle cliniche private per la salute mentale, sfatando il tabù che chi le utilizza deve essere trattato al pari di un soggetto malato mentale.

Tale concetto è appurato tanto per i più giovani (minori), quanto per la parte più adulta della popolazione.

⁶¹ Fonte: Bain & Company, 2021.

Sono sempre di più i soggetti che mollano il proprio posto di lavoro perché non si sentono tutelati nella propria integrità e altrettanti lasciano perché l'azienda in cui lavorano non permette loro di operare in un ambiente sano.

Ecco che, pertanto, si creano una serie di vicende che spingono alla ricerca di nuovi posti di lavoro e, allo stesso tempo, tali dimissioni spingono le aziende ad agire per salvaguardare il sapere interno (cosiddetto *know-how*).

A titolo di esempio si vuole riportare il caso di Ginger, un'applicazione di salute mentale *on-demand* che ha raccolto 100 milioni da *Blackstone*⁶² e che, nell'ottobre del 2021, si è fusa con *Headspace Health*, dalla cui *business combination*, si stima, sia scaturito valore di circa 3 miliardi di dollari

"We've created the world's most comprehensive and accessible mental healthcare platform, offering mindfulness and meditation tools rooted in science, plus coaching, therapy, and psychiatry for every mind at any moment".

Si vuole portare il modello delle app applicato al *mental healthcare*, che permette di avere sempre sotto controllo il proprio stato d'animo e, all'occorrenza, un supporto affidabile e tempestivo.

Ancora, si vuole riportare l'esempio di *Hinge Health*, ossia una clinica specializzata nella riabilitazione attraverso i propri dispositivi, quali telefoni o iPad, che ha raccolto fondi per circa 800 milioni di dollari e che sfrutta una serie di algoritmi per permettere di svolgere al meglio l'operazione.

Tali modelli di analisi sopra riportati permettono di tracciare una linea ben definita, che parte dalla necessità di sviluppare un sistema che consenta alla persona di arrivare al miglior stato di salute possibile, fino ad arrivare al benessere personale.

Per ottenere il risultato, questo sistema ricorre a determinati settori di supporto, come quello tecnologico e quello informatico, spesso congiunti, che permettono di fornire aiuto e migliorare lo stile di vita. Facendo tali passaggi, si sopperisce al problema della perdita del *core business* descritta nel capitolo precedente e si

⁶² Uno dei maggiori fondi americani, operante in tutti i settori.

arriva a creare un modello economico sostenibile proprio dove prima esisteva un collo di bottiglia (come nell'esempio del Capitolo 4 riferito alle *vertical farms*).

5.5. L'analisi degli indici

Visti i dati relativi al capitale erogato, si vuole ora passare all'analisi degli indici di bilancio che aiutano, in modo preponderante e con l'ausilio dei flussi di cassa, durante la scelta dell'azienda da finanziare.

Innanzitutto, si vuole partire con il CAGR, ossia il tasso di crescita composto, calcolato come:

$$CAGR = \left[\frac{\text{valore finale}^{\left(\frac{1}{n.\text{periodi}}\right)}}{\text{valore iniziale}} \right]^{-1}$$

Per fornire un esempio concreto, si pensi al caso di un'impresa che ha un valore iniziale di 5 milioni e, dopo alcuni anni, tale valore aumenta a 15 milioni.

Utilizzando la formula riportata, il CAGR risulta essere lo 0,12%.

Tale esempio risulta utile per il calcolo del CAGR di mercato, ossia una media del valore delle imprese più significative che rientrano nel campione di analisi, così da determinare il risultato finale.

Secondo *Bain&Company*, il tasso del settore si attesta sull'11.1%, contro i 7.6% del mercato.

Tale analisi dimostra l'interesse per il settore da parte degli specialisti, il cui scopo è di incrementare maggiormente il valore aziendale (di cui gran parte *mega deals*).

Altro indice di fondamentale importanza risiede nel ROI, ossia il ritorno degli investimenti, la cui formula è:

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}}$$

Pertanto, attraverso l'utile generato, è possibile valutare quanto sia il ritorno dell'investimento. In genere, in settori come quello dell'*healthcare*, che ricomprende anche quello farmaceutico, il *ROI* deve avere un valore elevato, così da mantenere la competitività nel mercato.

Un *ROI* negativo significa mangiare liquidità all'azienda, che si traduce in minori risorse da poter spendere per imbastire ulteriori progetti.

Non è nemmeno soddisfacente un *ROI* positivo ma basso, in quanto significa che non si valorizza al meglio l'investimento effettuato.

Per il settore industria, attraverso un'analisi svolta dal *Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili*, nonché da un'analisi svolta, su un campione di imprese, da chi scrive, è risultato che il settore avesse un *ROI* elevato. Mentre, per il mercato industriale, si aggira fra i 15 e i 17 punti percentuali, per il settore farmaceutico risulta leggermente più alto, toccando anche punte del 20% (dall'estrazione effettuata attraverso AIDA⁶³, l'indice in questione, per *Dompè Farmaceutici*, è risultato intorno al 27%).

L'andamento risulta comunque altalenante. *Pfizer S.r.l.* ad esempio, che risulta la maggiore azienda farmaceutica italiana per fatturato, ha mantenuto costante il proprio *ROI* negli ultimi 5 anni, passando da un 6.71% del 2017 ad un 3.84 del 2021.

Dal risultato ottenuto si può concludere che il mercato sia ciclico, dal punto di vista degli investimenti, tanto che molte aziende decidono di acquistare molte entità più piccole per poter continuare ad essere attive sul mercato.

Ecco che intervengono, in tale senso, i maggiori fondi di *private equity*, che aiutano, come si è riportato in precedenza, ad aumentare le dimensioni aziendali e ad incrementare i progetti di *R&D* di cui vivono le aziende di questa categoria.

Come racconta *Bain&Company*, ma di cui si trova conferma anche ne *Il Sole 24 Ore*, il 2021 è stato un anno record per quanto riguarda le quotazioni, registrando uno dei maggiori risultati della storia.

Al contrario, come accennato in precedenza, con la diminuzione dei *mega deal* (si intende il numero di operazioni e non il loro ammontare totale) sono aumentati gli investimenti nella piccole realtà, riducendo, di fatto, i finanziamenti in fase di *growth*.

Tale dato è il risultato dello spostamento del settore verso le operazioni di *M&A*, che hanno aumentato il numero dal 2020 e che confermano il trend positivo già

⁶³ Banca dati da cui poter reperire dati settoriali e aziendali per ogni tipologia di impresa.

avuto negli ultimi anni, con un volume di affari (valore delle operazioni di *buy - out*) di circa 438 miliardi.

Per concludere, il mercato racconta di un *private equity* preponderante nelle operazioni di fusione ed acquisizione di entità nuove, o innovative, che hanno dimensioni ridotte (limitate risorse a disposizione) ma che presentano, secondo gli indici di bilancio, potenzialità di crescita.

A parere di chi scrive, il volume dei *mega deals*, seguendo l'andamento del mercato degli ultimi anni e la volontà di mantenere l'investimento per un periodo maggiore di tempo (aumento dei tempi dell'*exit strategy*) rimarrà stabile nel tempo ma potrebbe aumentare il volume di affari del mercato, così come il numero delle operazioni concluse.

In tal modo, viene aumentata la differenziazione del portafoglio titoli, andando ad agire non tanto su settori diversi, ma sottocategorie dello stesso. Questo viene dimostrato dalla volontà di investire tanto nel settore farmaceutico (dove gran parte dell'"*euforia*" mostrata dai dati deriva dalla crisi pandemica), quanto nel settore dell'*healthcare*.

Il dato dei *mega deals* va comunque a supporto della volontà di completare operazioni di *M&A* di cui si è parlato in precedenza, con le multinazionali che aumentano pertanto il potere di mercato.

5.6. Il *private equity* e l'affinità con gli altri settori

Analizzato il mercato dell'*healthcare*, tanto a livello locale quanto a livello globale, si vuole sfruttare questo per creare una panoramica del *private equity* completa rispetto agli altri settori di mercato.

La domanda a cui si cerca di fornire una risposta è se sia possibile attuare il modello di *private equity* in tutti i settori industriali.

Tale quesito non risulta facile.

In prima analisi, ci sono settori che, per loro natura, non hanno la possibilità di attingere a tali fonti, in virtù della loro statuto o della loro policy aziendale, magari dettata dalla capogruppo se si tratta di più imprese.

Si pensi, ad esempio, a tutto il mondo delle banche e delle assicurazioni, ottimi come *LP* (già visti nel capitolo 2), ma che non possono beneficiare di investimenti di questo tipo.

Altri esempi riguardano le normative applicate dai singoli stati.

Si vuole fare riferimento al caso dell'Italia, che ha visto l'intervento delle SGR nel capitale di rischio solamente in tempi recenti e con limitazioni iniziali molto marcate.

Inoltre, resta il fattore "*innovazione*", che spinge numerosi fondi a intervenire in settori ad alto tasso tecnologico o con un *CAGR* elevato, sinonimo di alti ritorni futuri. Tra questi ritroviamo il già citato *ICT* (tecnologia dell'informazione e della comunicazione), oltre che a quello dell'*healthcare* e della *Biotechnology*.

Da aggiungere alla lista c'è il mercato del *real estate*⁶⁴.

Questo ha segnato incrementi importanti negli anni precedenti, tanto da essere considerato come volano per l'economia in molti paesi sviluppati, ma che è sceso, nel biennio 2020-2021, sia per operazioni concluse che per capitale raccolto, mentre gli investimenti in questo settore sono pressoché nulli. Ovviamente, gran parte del danno è stato cagionato dal Covid-19, che ha tenuto fermo l'industria per tutto il 2020 e una buona parte del 2021.

Non è da escludere, inoltre, che un effetto negativo sia dovuto dall'aumento delle piattaforme di *sharing economy* come, ad esempio, *Airbnb* o *Housing Anywheres*⁶⁵, le quali hanno fatto di necessità virtù, nonché all'aumento dei *nomadi digitali*, ossia coloro che, sfruttando lo smart-working, decidono di girare il mondo consci del fatto che non è necessario un posto fisico definito per svolgere l'attività.

Altro settore molto in auge in tempi passati (si parla degli anni 2010-2015, secondo AIFI) era quello delle *infrastrutture*.

In Italia, tale settore rimane (2021) comunque qualche punto percentuale più elevato rispetto al resto del continente a causa del sistema arretrato riferito al mondo dei trasporti e del movimento merci.

⁶⁴ Parola di origine anglosassone che fa riferimento al mondo dell'immobiliare, quindi che ricomprende costruzione, vendita e sviluppo immobiliare.

⁶⁵ Entrambe sono da considerare quali diretti concorrenti in quanto permettono l'affitto di case e appartamenti anche per periodi più lunghi della semplice vacanza.

Tale mercato differisce, come detto, da quello europeo, soprattutto per il capitale raccolto, che in Europa segna solamente 25 operazioni all'attivo⁶⁶. Tra queste sono ricomprese le 4 operazioni effettuate in Italia.

Ultimo settore che viene annoverato tra i migliori per il periodo 2017-2021 risulta essere quello legato all'*ambiente ed energia*.

Soprattutto ora, dove il tema della *ESG* risulta sempre più centrale quale valore aggiunto dell'impresa, si registra maggiore *fundraising* e più operazioni concluse rispetto all'anno precedente.

*"Proprio il settore Esg ora viene percepito come valore e non più solo come protocollo da osservare. Abbiamo osservato che alcuni investimenti sono stati rifiutati perché le imprese non possedevano standard adeguati in questo ambito."*⁶⁷

I database di AIFI registrano circa 44 operazioni europee, mentre in Italia sono 10 totali. Secondo un'analisi di chi scrive, tale andamento è favorito anche dalla privatizzazione del mercato, che ha permesso ha nuove realtà di affacciarsi sul mercato.

Resta incredibile come, a distanza di dieci anni a questa parte, il settore tecnologico non solo rimanga in netto vantaggio nel mondo del *private debt*, ma entri, di fatto, nella realtà di tutti gli altri settori. Inoltre, da un'analisi svolta confrontando i dati forniti da AIFI in diversi anni (escluso quello della pandemia), si può osservare come questo funga da volano per il mercato stesso, tanto per il *private equity* quanto per il *venture capital*.

⁶⁶ Il dato, estrapolato dal database di AIFI, fa riferimento al settore dei trasporti, che comunque ricomprende quello delle infrastrutture. È possibile che il dato sia ancora più basso rispetto a quanto dichiarato.

⁶⁷ Intervento di Stefano Cervo, partner di KPMG, sui dati registrati da AIFI.

Conclusioni

Lo scopo principale affidato all'elaborato è stato quello di identificare un modello alternativo di finanziamento alle imprese e di cercare di comprendere se quest'ultimo fosse applicabile ad ogni tipologia mercato. Da ultimo, si è voluto analizzare quello specifico dell'*healthcare* per una ragione particolare, ossia la sua crescita esponenziale negli ultimi anni, così da dimostrare come lo schema di azione sia efficace ma, soprattutto, efficiente.

In particolare, si è visto come l'imprenditore decida di mantenere l'investimento in portafoglio, con lo scopo di aumentarne il valore aziendale così da creare un profitto alla fine del ciclo.

Inoltre, si è potuto osservare, dall'analisi degli indicatori forniti da AIFI, come, gran parte dei settori vengano influenzati dal mercato tecnologico.

Nonostante essere il mercato trainante dalla nascita del fenomeno ad oggi, l'*ICT* risulta essere consolidato anche in altri ambienti, facendoli crescere in modo esponenziale sotto il punto di vista delle operazioni e del valore.

L'obbiettivo ultimo che si prefigge il *private debt* riguarda la creazione di valore per l'impresa *target*, sia che si tratti di una realtà consolidata, di una *start-up* o di una ristrutturazione.

Pertanto, è ragionevole pensare che un primo punto di analisi rispetto alla domanda che è stata posta in fase di introduzione sia proprio questo, ossia che il mercato ha molto potenziale, ma quest'ultimo è determinato in modo preponderante dalle innovazioni tecnologiche dello stesso.

Esiste una sorta di modello *causa-effetto* secondo cui più si implementano gli investimenti tecnologici in un determinato ambiente e più si riesce a creare valore per lo stesso. A ragionamento, è facile comprendere il motivo di tale connessione, ossia l'utilizzo di algoritmi e interfacce grafiche per ottenere il risultato desiderato. Visto l'impatto del settore tecnologico rispetto al resto dei mercati, è facile arrivare ad una prima conclusione che le aziende con elevato margine operativo per investimenti tecnologiche sono sicuramente le più ambite per un finanziamento.

Un altro punto da trattare riguarda il modello degli indici di bilancio, i quali risultano molti positivi per aziende cicliche in fase di espansione (vedi utili delle case automobilistiche), ma che ricevono battute d'arresto importanti nei periodi di

crisi, a differenza dei mercati difensivi, quindi che mantengono il loro andamento anche in periodi di difficoltà.

Passando all'ultimo elemento di analisi, ossia la risposta alla domanda formulata all'inizio dell'elaborato, il mercato è sicuramente molto attrattivo dal punto di vista degli investitori, i quali stanno aumentando anno dopo anno sia tra i soggetti privati ma, allo stesso tempo, anche tra gli investitori istituzionali.

Questo potrebbe incoraggiare soprattutto le *start-up* a ricercare nel *private equity* un'alternativa bilanciata ai classici modelli di finanziamento, soprattutto in questo periodo di crisi mondiale dove i tassi di interesse legati ai prestiti sono aumentati vertiginosamente.

Come si è potuto vedere nel precedente capitolo, i finanziatori sono ben disposti a pagare nel caso di progetto innovativo e strutturato. I mercati considerati, nonostante siano solamente una piccola parte del totale, rappresentano in maniera chiara il quadro della situazione. Pertanto, la risposta che si vuole sostenere è senz'altro positiva. Sicuramente, il modello ha bisogno di essere adattato al contesto in cui si è tenuti ad operare (si veda, come si è citato nel Capitolo 5, il caso delle costruzioni), all'andamento del mercato nel momento in cui si decide di investire e alla volontà, soggettiva, di condividere il proprio progetto ed essere disposti a farsi da parte all'occorrenza.

Al netto di questo, il modello si è dimostrato vincente sotto numerosi punti di vista. Il fatto di utilizzare le conoscenze e il *know-how* dell'imprenditore risulta sicuramente un surplus per l'azienda. Inoltre, non viene messo in discussione il poter adattare il tutto ad ogni tipologia aziendale.

Gli unici vincoli risultano essere quelli inerenti alla bontà degli indici di bilancio (compresi anche per le aziende che intendono operare una ristrutturazione aziendale), e alla capacità di generare valore nel periodo che si decide di mantenere l'investimento.

Al netto di tutto, il modello è solido e valido e si presenta senz'altro quale alternativa di finanziamento privato.

Bibliografia di Riferimento

- McKinsey (2005), *Superior Returns in Private Equity Active Ownership*, Research Paper, International Private Equity Practice, McKinsey & Company
- Giancarlo Forestieri (2020), *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, Università Bocconi, <https://bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>
- Barbara Fidanza (2017), *Private Equity in Italia: crateriche del mercato e ruolo delle imprese*, McGraw-Hill, <https://u-pad.unimc.it/retrieve/de3e5026-5636-83cd-e053-3a05fe0a1d44/mcgrawhill.pdf>
- John Wiley & Sons (2012), *Private Equity, Second Edition, History, Governance and Operations*, Wiley, https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=3bjWqaMhfyYC&oi=fnd&pg=PP17&dq=private+equity+history&ots=2QZiiC_cwN&sig=XbIZK7pJ3a2CUb7Z6C68vDq3fzU#v=onepage&q=private%20equity%20history&f=false
- Giancarlo Sandrin, Andrea Semino (2021), *Passive Investments*, Guida a cura di "CFA Society Italy"
- Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin (2019), *Private Equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini NEXT
- Beltrame Federico e Bertinetti Giorgio (2019), *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, Giappichelli Editore

- Ludovic Phalippou (2007), *Investing in Private Equity Funds: A Survey*, University of Amsterdam, <file:///Users/mattiagreggio/Downloads/SSRN-id980243.pdf>

Sitografia

- Bain&Company, <https://www.bain.com/>
- Il Sole 24 Ore, *Il Crowdfunding raddoppia in un anno e arriva a 245 milioni*, <https://www.ilsole24ore.com/art/il-crowdfunding-raddoppia-un-anno-e-arriva-245-milioni-AFDiUmD>
- Morningstar, *L'ABC del Private Equity*, <https://www.morningstar.it/it/news/199647/labc-del-private-equity.aspx#:~:text=I%20libri%20di%20storia%20dicono,di%20rischio%20a%20giovani%20imprese.>
- ASSONEBB, *Private Equity*, https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=21777
- AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital, e Private Debt*, <https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=E18gB8di0aT4a4r95YR72ay82e504p>
- QUAESTIO Capital Management, *Private Equity e aspettative di rendimento*, <https://www.quaestiocapital.com/it/news-ita/private-equity-e-aspettative-di-rendimento>
- BPM, *Incubatori di startup: cosa sono, come funzionano e come aiutano le nuove imprese a nascere*, <https://www.bancobpm.it/magazine/imprese/sviluppa-il-tuo-business/incubatori-di-startup-cosa-sono-come-funzionano-e-come-aiutano-le-nuove-imprese-a-nascere/>

- Il Sole 24 Ore, *Startup, sale al 50% il premio per i piccoli Business Angel*, <https://www.ilsole24ore.com/art/startup-sale-50percento-premio-i-piccoli-business-angel-ADpEQvT>
- BCG, *The Italian Comeback Kids: Lesson from Successful Turnaround*, <https://www.bcg.com/it-it/publications/2019/italian-comeback-kids-lessons-successful-turnarounds>
- Il Sole 24 Ore, *Private Equity, 10 miliardi di operazioni. Tecnologia, pharma e industria nei radar*, <https://www.ilsole24ore.com/art/private-equity-10-miliardi-operazioni-tecnologia-pharma-e-industria-radar-AEC4ELuB>
- Opening Opportunities, *Venture capital e Private equity: semestre da record per i fondi europei*, <https://www.doorwayplatform.com/it/magazine/venture-capital-e-private-equity-semester-da-record-per-i-fondi-europei/>
- NCF, *Mercato Biotech in rapida crescita*, <https://www.notiziariochimicofarmaceutico.it/2021/09/22/mercato-biotech-in-rapida-crescita/>
- FEDRECHIMICA, *Le imprese si biotecnologie in Italia*, <https://assobiotec.federchimica.it/attivita%3%A0/dati-e-analisi/biotecnologie>
- Dealflower, *Venture Capital, ecco i primi cinque settori per investimenti*, <https://dealflower.it/venture-capital-italia-cinque-settori-business-ey/>