



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea magistrale in Economia e Management

**IL MONDO DEL BUY-SIDE BUSINESS:
PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL
E EQUITY CROWDFUNDING**

**THE WORLD OF BUY-SIDE BUSINESS:
PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL
AND EQUITY CROWDFUNDING**

Relatore: Chiar.ma

Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di laurea di:

Davide De Vincentis

Anno Accademico 2022/2023

Indice

Indice.....	1
CAPITOLO I - PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E CROWDFUNDING NEL CONTESTO GLOBALE E ITALIANO.....	5
1.1 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL ED EQUITY CROWDFUNDING NEL CONTESTO GLOBALE	5
1.2 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E CROWDFUNDING NEL CONTESTO ITALIANO	9
1.2.1 Investimenti	9
1.3 DIFFERENZE E SOMIGLIANZE TRA PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL ED EQUITY CROWDFUNDING	13
1.3.1 Obiettivi di Investimento Distinti	13
1.3.2 Focus su Dimensioni Aziendali Diverse	14
1.3.3 Intervallo Temporale d’Investimento	15
1.3.4 Implicazioni Economiche e Sociali.....	16
1.4 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E EQUITY CROWDFUNDING A CONFRONTO	17
CAPITOLO II- I FONDI DI PRIVATE EQUITY	20
2.1 DEFINIZIONE, BUSINESS MODEL, STRUTTURA E MODALITÀ DI CREAZIONE DEL VALORE IN UN FONDO DI PRIVATE EQUITY.....	20
2.1.1 Definizione di Private Equity	20
2.1.2 Private Equity: Investitori nel Ruolo di Managers & “Moral Hazard”	22
2.1.3 Business Model e Teoria dell’Agenzia	25
2.1.4 Massimizzazione del Valore per gli Azionisti.....	27
2.1.5 Leveraged Buy-Out.....	28
2.1.6 Moltiplicare i Rendimenti Grazie all’Utilizzo del Debito	30
2.2. LE FONTI DI REDDITIVITÀ DI UN FONDO DI PRIVATE EQUITY	31
2.2.1 Management Fees.....	32
2.2.2 Carried Interest.....	32
2.2.3 Commissioni a Carico delle Imprese Acquisite.....	33
2.3 COME LE SOCIETÀ DI PRIVATE EQUITY GENERANO VALORE	34
2.3.1 Anticipare la Crescita di Settori ad Alto Potenziale.....	35
2.3.2 Investimenti in Aziende in Difficoltà.....	37
2.3.3 Miglioramenti Operativi e Crescita Rapida.....	38
2.3.4 Strategie di Ingegneria Finanziaria	39
2.3.5 Trasferimenti da Parte delle Aziende Acquisite	40
2.3.6 Trasferimenti dai Dipendenti	41
CAPITOLO III- LE SOCIETÀ DI VENTURE CAPITAL	43
3.1 DEFINIZIONE, BUSINESS MODEL, STRUTTURA E MODALITÀ DI CREAZIONE DEL VALORE IN UNA SOCIETÀ DI VENTURE CAPITAL	43

3.1.1	Definizione di Venture Capital	43
3.1.2	Struttura della Società di Venture Capital	46
3.2	I PLAYERS CHE INTERVENGONO IN UN'OPERAZIONE DI VENTURE CAPITAL	47
3.2.1	L'imprenditore	47
3.2.2	Il Fondo di Venture Capital	48
3.2.3	L'"Angel Investor"	49
3.2.4	Il Sindacato	50
3.2.5	Il Mentore	50
3.2.6	I Legali.....	51
3.2.7	Le Banche di Investimento	52
3.3	I ROUND DI INVESTIMENTO	53
3.4	COME I FONDI DI VENTURE CAPITAL RACCOLGONO DENARO	54
3.5	LE FONTI DI REDDITIVITÀ DI UN FONDO DI VENTURE CAPITAL	55
3.5.1	Commissioni di Gestione.....	55
3.5.2	Carried Interest.....	56
3.5.3	Rimborso Spese.....	57
3.6	LA STRUTTURA DI UN DEAL	58
3.6.1	Il Prezzo	58
3.6.2	Struttura: Asset Deals vs Stock Deals	59
3.7	PROBLEMI POSSIBILI NEI VARI ROUND DI INVESTIMENTO	61
3.7.1	"Seed Deals"	61
3.7.2	"Early Stage Deals"	62
3.7.3	"Mid and Late-Stage Deals"	63
CAPITOLO IV- EQUITY CROWDFUNDING		65
4.1	CHE COS'È L'EQUITY CROWDFUNDING	65
4.2	EQUITY CROWDFUNDING E INNOVAZIONE.....	66
4.3	CORRELAZIONE TRA INNOVAZIONE E PERFORMANCE	69
4.4	EQUITY CROWDFUNDING VS PEER-TO-PEER LENDING	70
4.5	EQUITY CROWDFUNDING VS IPOs	72
BIBLIOGRAFIA		76
SITOGRAFIA.....		78
INDICE DELLE FIGURE		80

INTRODUZIONE

Nel contesto finanziario attuale, l'evoluzione del panorama degli investimenti è stata notevolmente influenzata dalla proliferazione di veicoli di investimento alternativi quali Private Equity, Venture Capital ed Equity Crowdfunding. Questi strumenti, una volta considerati accessibili solo agli investitori istituzionali e agli esperti del settore, stanno guadagnando sempre più notorietà, ridefinendo il modus operandi delle imprese in termini di crescita, innovazione e successo. La scrittura di questa tesi è stata ispirata da tale trasformazione del panorama finanziario.

Questi strumenti si sono dimostrati attori chiave non solo sotto l'aspetto finanziario ma anche per quanto concerne lo sviluppo economico e l'accelerazione dell'innovazione. Mentre il Private Equity fornisce supporto finanziario alle imprese mature, consentendo loro di crescere, ristrutturarsi o riorganizzarsi in modo più efficiente, il Venture Capital finanzia imprese emergenti con un elevato potenziale di crescita, offrendo loro non solo capitale ma anche mentorship e risorse strategiche.

Parallelamente, l'Equity Crowdfunding, pur emergendo come una modalità decentralizzata di finanziamento, coinvolgendo una vasta gamma di investitori attraverso piattaforme online, integra in maniera sinergica questi sforzi di investimento fornendo alle aziende finanziate non solo capitali ma anche risorse strategiche, fondamentali nei primi stadi di vita delle aziende¹. Tuttavia, è fondamentale notare che, pur facendo parte dello stesso panorama finanziario contemporaneo, l'Equity Crowdfunding presenta specificità e dinamiche sostanzialmente differenti rispetto al Private Equity e al Venture Capital.

Questi strumenti finanziari, apparentemente distinti, condividono l'obiettivo comune di sostenere e catalizzare il progresso economico e tecnologico.

L'elaborazione di questa tesi è stata guidata da un profondo interesse personale nei confronti delle dinamiche economiche e finanziarie, sottolineando la rilevanza di questi innovativi strumenti per studenti, imprenditori e investitori.

Questi strumenti finanziari sono diventati pilastri del tessuto economico globale, presentando opportunità straordinarie e sfide complesse.

Le domande affrontate in questa tesi includono: Come operano questi fondi e le piattaforme

¹ Thomas H. Allison & Blakley C. Davis & Jeremy C. Short & Justin W. Webb, 2015. "[Crowdfunding in a Prosocial Microlending Environment: Examining the Role of Intrinsic versus Extrinsic Cues](#)," [Entrepreneurship Theory and Practice](#), , vol. 39(1), pages 53-73.

di crowdfunding? In che modo generano valore per le aziende e gli investitori? Perché possono rappresentare un aiuto indispensabile nelle diverse fasi della vita delle imprese?

L'obiettivo è quello di esplorare e rispondere a queste domande in modo sistematico, analizzando punti di contatto e divergenze tra questi veicoli di investimento alternativo. Si intende offrire una visione completa di come il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding stiano ridefinendo l'investimento e l'imprenditorialità a livello globale.

Si ritiene che questa tesi possa offrire un contributo significativo alla comprensione dell'importanza di questi strumenti nell'economia contemporanea. Il lavoro rappresenta anche uno strumento informativo e formativo per chiunque sia interessato a esplorare questi settori affascinanti e in continua evoluzione. Il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding non sono solo strumenti finanziari, ma forze trainanti che modellano il futuro delle imprese e dell'economia stessa, aprendo nuove opportunità e sfide in un mondo in continua evoluzione.

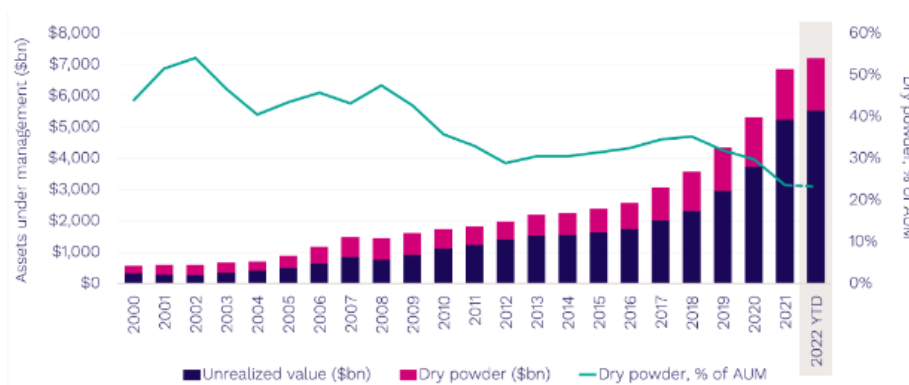
CAPITOLO I - PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E CROWDFUNDING NEL CONTESTO GLOBALE E ITALIANO

1.1 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL ED EQUITY CROWDFUNDING NEL CONTESTO GLOBALE

Il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding sono diventati elementi imprescindibili nell'attuale paesaggio finanziario globale. Questo capitolo si propone di svelare il ruolo cruciale di questi tre strumenti e di analizzare l'importanza economica e finanziaria sia a livello globale che relativamente al contesto italiano. Attraverso un'approfondita esplorazione di dati e statistiche, si getterà luce su come questi strumenti abbiano modellato l'economia, su come siano diventati catalizzatori di crescita per le imprese e abbiano fornito nuove opportunità per gli investitori.

Private Equity, Venture Capital ed Equity Crowdfunding hanno conosciuto una crescita costante su scala globale, diventando pilastri dell'investimento alternativo e influenzando direttamente l'economia mondiale. Secondo dati forniti da Preqin, una società di ricerca specializzata in investimenti alternativi, il mercato mondiale del Private Equity ha raggiunto un valore totale degli asset gestiti superiore ai 7.000 miliardi nel 2022².

Figure 1 - Asset Gestiti dal Private Equity (2000-2022)



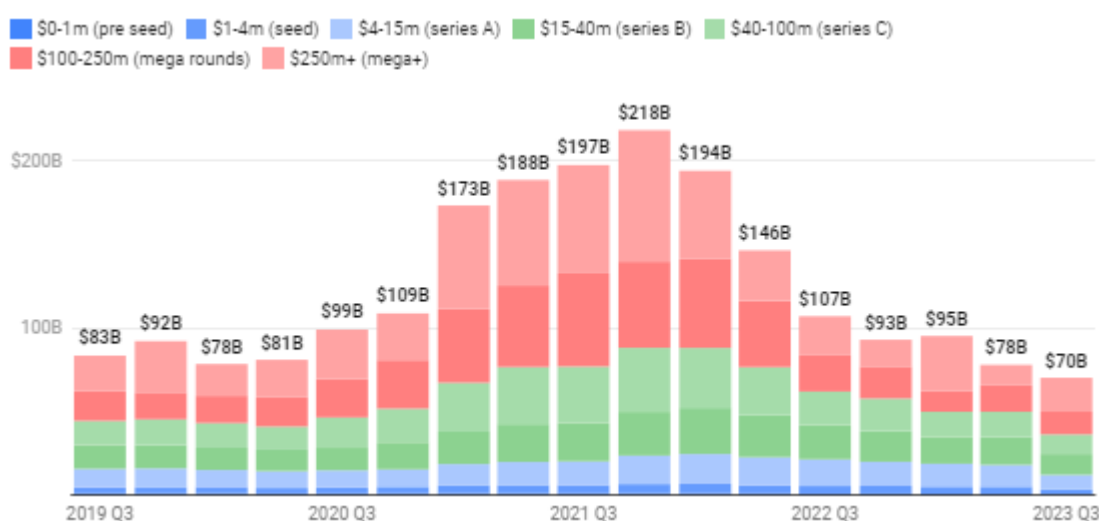
Fonte: [Preqin 2022 Private Equity Report](#)

Il Venture Capital, dal canto suo, ha investito oltre \$500 miliardi in imprese emergenti nel corso del 2022 (risultato decisamente interessante se si considera l'importante declino degli investimenti post-epidemia)³.

² Preqin | *Alternative Assets Data Solutions and Insights* <https://www.preqin.com/insights/research/blogs/dry-powder-attempts-to-keep-up-with-pricey-deal-markets>

³ *Global* | Dealroom.co. (2023, December 29). Dealroom.co. <https://dealroom.co/guides/global>

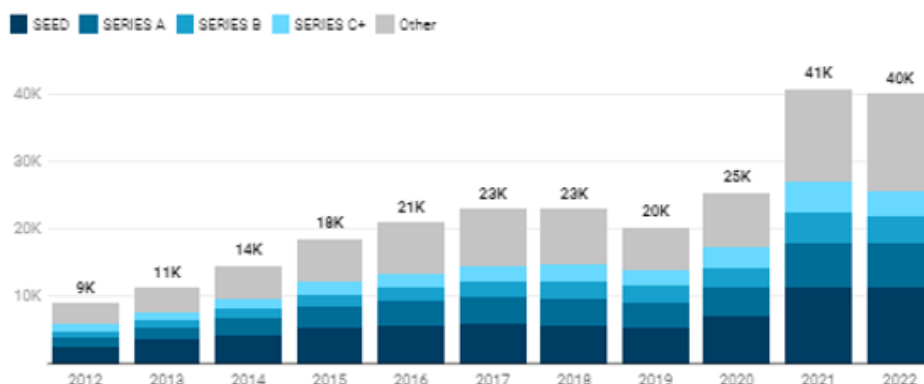
Figure 2- Investimenti Mondiali Venture Capital (Quarters)



Fonte: [DealRoom.co](https://www.dealroom.co)

Anche il numero di investitori è in costante crescita dal 2012, anno in cui si attestavano a circa 9K, nel 2022 il valore riportato è pari a 40K⁴.

Figure 3 - Numero di investitori unici (2012-2022)



Fonte: [OECD.Stat](https://www.oecd.org)

Per quanto riguarda invece l'espansione del crowdfunding a livello globale dal 2008, comunemente considerato l'anno di avvio, fino ad oggi, i volumi complessivi delle campagne di raccolta fondi hanno registrato una crescita costante. Dai modesti \$500 milioni raccolti nel 2008, si è passati a cifre impressionanti, con circa 9 miliardi di dollari nel 2018. La Cina gioca un ruolo dominante in questo scenario, rappresentando da sola poco più del 50% del mercato globale e addirittura il 99% dei volumi nell'area asiatica. Seguono Europa e USA, che nel 2018 hanno

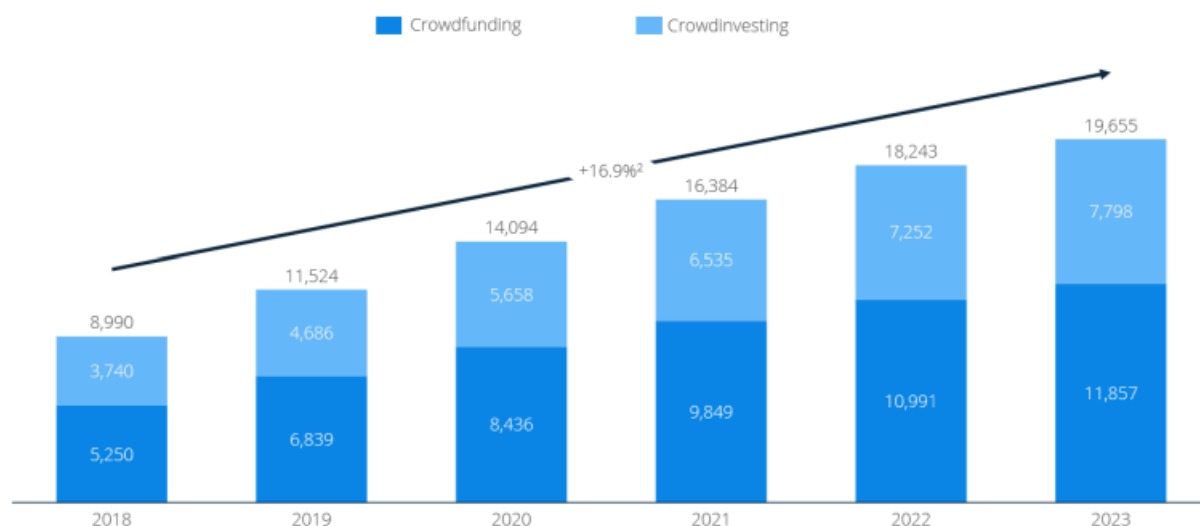
⁴ OECD. *Venture Capital investments*. © OECD. https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST

finanziato progetti con crowdfunding per rispettivamente \$2 miliardi e \$1,5 miliardi.

La tendenza mostra che sempre più progetti stanno scegliendo il crowdfunding come modalità di finanziamento. Nel periodo dal 2014 al 2016, il numero di campagne completate in Europa è aumentato significativamente, registrando un incremento del 55%, passando da 24,303 a 38,149.

Guardando al futuro, secondo il Fintech Report 2019 di Statista, ci si aspetta che il fenomeno del crowdfunding continuerà a crescere a ritmo sostenuto. Si prevede che il valore globale delle transazioni effettuate tramite crowdfunding raggiungerà la cifra impressionante di \$19,655 milioni nel 2023, con un tasso di crescita annuale medio del 16,9%⁵.

Figure 4 - Investimenti Crowdfunding (2018-2023)



Fonte: [Fintech Report - Alternative Financing 2019](#)

Questi dati riflettono la crescita costante di questi veicoli di investimento, evidenziando il loro impatto su scala globale.

La loro influenza economica è stata notevole, con un impatto positivo sia a livello nazionale che internazionale. Il Private Equity ha dimostrato di essere un driver chiave per la creazione di posti di lavoro e la crescita economica, contribuendo in modo significativo allo sviluppo delle imprese. Secondo l'American Investment Council⁶; solo negli Stati Uniti, il Private Equity ha supportato direttamente più di 12 milioni di posti di lavoro nel 2022, segnando un aumento rispetto agli 11,7 milioni del 2020. In tutto il mondo, il Private Equity ha svolto un ruolo attivo nell'ottimizzare la

⁵ Digital Capital Raising: market data & analysis | Statista. Statista. <https://www.statista.com/study/47352/fintech-report-alternative-financing/>

⁶ McCutcheon, Z. (2023, April 21). New EY report – Private Equity fuels job growth, high wages, and small businesses. American Investment Council. <https://www.investmentcouncil.org/new-ey-report-private-equity-fuels-job-growth-high-wages-and-small-businesses/>

redditività delle imprese attraverso acquisizioni, ristrutturazioni e ottimizzazioni operative.

Parallelamente, il Venture Capital ha sostenuto la crescita e l'innovazione, in particolare nell'ambito delle start-up. Questo settore ha visto un notevole incremento degli investimenti nelle imprese emergenti, contribuendo a dar vita a un ecosistema di start-up vibrante e diversificato. Il Venture Capital ha fornito il capitale iniziale necessario per avviare nuove imprese e ha sostenuto lo sviluppo di prodotti e servizi innovativi. La sua attività ha promosso l'innovazione in settori chiave come la tecnologia, la salute e il benessere, aprendo nuove prospettive per il talento imprenditoriale in tutto il mondo.

Nel contesto del crowdfunding, emerge ulteriormente la rilevanza di questi meccanismi finanziari alternativi. Il crowdfunding, attraverso piattaforme di raccolta fondi online, ha costituito un ulteriore motore per la crescita delle start-up e delle imprese emergenti. La partecipazione di investitori singoli o di piccoli gruppi ha consentito a progetti promettenti di accedere a fondi in modo più accessibile e flessibile. Questa dinamica ha contribuito a democratizzare l'accesso al finanziamento e ha favorito la diversificazione delle fonti di capitale per le imprese, amplificando l'impatto positivo di iniziative come il Private Equity e il Venture Capital. In questo contesto, l'interconnessione tra queste forme di finanziamento alternativo ha contribuito a plasmare un panorama economico più dinamico e resiliente.

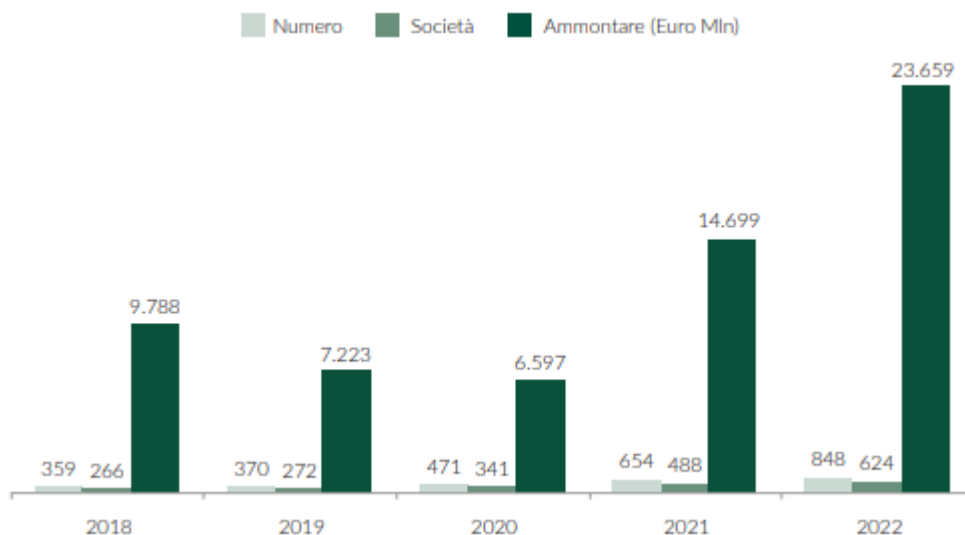
1.2 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E CROWDFUNDING NEL CONTESTO ITALIANO

Il seguente paragrafo si propone di fornire una panoramica dettagliata del panorama italiano riguardante Private Equity, Venture Capital ed Equity Crowdfunding. L'obiettivo è tracciare le linee guida per l'analisi che verrà successivamente, approfondendo gli investimenti in ciascuna di queste forme di finanziamento all'interno del contesto italiano. Sarà esaminato il ruolo e l'incidenza di tali modalità di investimento nel tessuto economico nazionale, evidenziando le sfide, le opportunità e le peculiarità che caratterizzano questi strumenti all'interno del suddetto contesto.

1.2.1 Investimenti

Nel corso del 2022 sono state registrate sul mercato italiano del Private Equity e Venture Capital 848 operazioni, distribuite su 624 società, per un controvalore pari a 23.659 milioni di euro. Si tratta dei valori più alti mai registrati nel nostro mercato. Rispetto all'anno precedente, che già aveva fatto registrare livelli record (14.699 milioni di euro investiti in 654 operazioni), si è osservata una crescita del 30% del numero di operazioni, mentre l'ammontare investito è cresciuto del 61%⁷.

Figure 5- Evoluzione dell'attività di investimento (2018-2022)



Fonte: [Report AIFI 2022](#)

Per quel che riguarda l'attività svolta dalle diverse categorie di soggetti, gli operatori internazionali hanno assorbito il 65% del mercato in termini di ammontare investito nel corso del

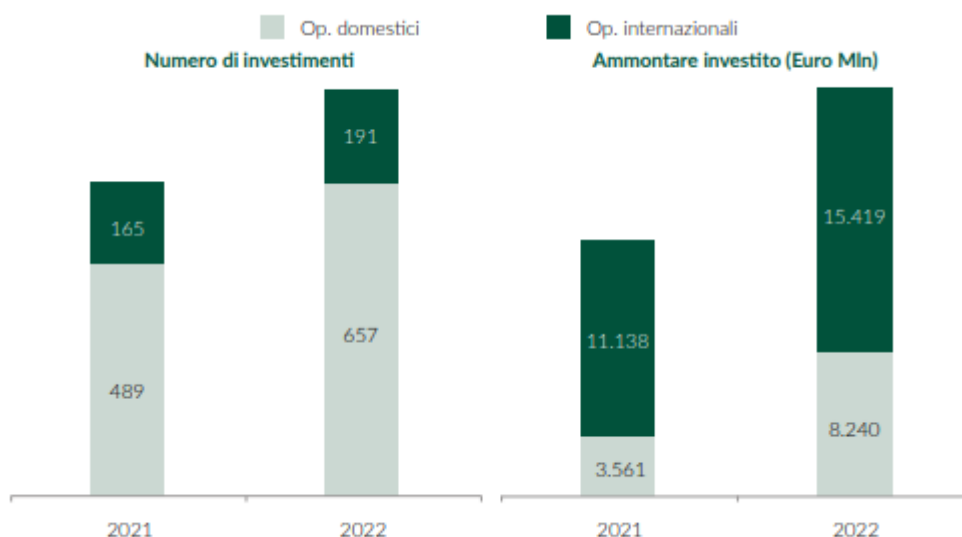
⁷ Raffaella. (2023, March 16). AIFI: nel 2022 record di Private Equity e Venture Capital (investimenti +61%) - FundsPeople Italia. FundsPeople Italia. <https://fundspeople.com/it/aifi-nel-2022-record-di-private-equity-e-venture-capital-investimenti-61/>

2022, pari a 15.419 milioni di euro, mentre i soggetti domestici hanno investito 8.240 milioni (35%). Si segnala che gli operatori internazionali senza un ufficio in Italia hanno investito nel Paese 8.703 milioni di euro, distribuiti su 111 operazioni. In termini di numero, gli operatori domestici hanno realizzato la maggior parte degli investimenti (657, pari al 77% del mercato). A livello generale, nel 2022 il taglio medio dell'ammontare investito per singola operazione si è attestato a 27,9 milioni di euro, in crescita rispetto al 2021 (22,5 milioni di euro), grazie alla presenza di numerose operazioni di dimensioni significative.

Il dato normalizzato, cioè al netto dei large e mega deal realizzati nel corso del 2022, invece, è stato pari a 8,1 milioni di euro (8,9 milioni nel 2021).

Considerando le società oggetto di investimento, nel 2022 va segnalata la presenza di 7 operazioni con equity versato compreso tra 150 e 300 milioni di euro (large deal) e 17 operazioni di ammontare superiore ai 300 milioni di euro (mega deal). Complessivamente, i large e mega deal hanno attratto risorse per 17.889 milioni di euro, pari al 76% dell'ammontare complessivamente investito nell'anno. L'anno precedente i large e mega deal avevano attratto 9.821 milioni di euro, pari al 67% dell'ammontare complessivo (grazie a 8 large deal e 8 mega deal). Nelle operazioni caratterizzate da un valore dell'equity versato inferiore ai 150 milioni di euro (small e medium deal) sono stati investiti 5.770 milioni di euro, in crescita rispetto al 2021 (4.878 milioni di euro, +18%).

Figure 6 - Evoluzione degli investimenti per origine geografica degli operatori (2021-2022)

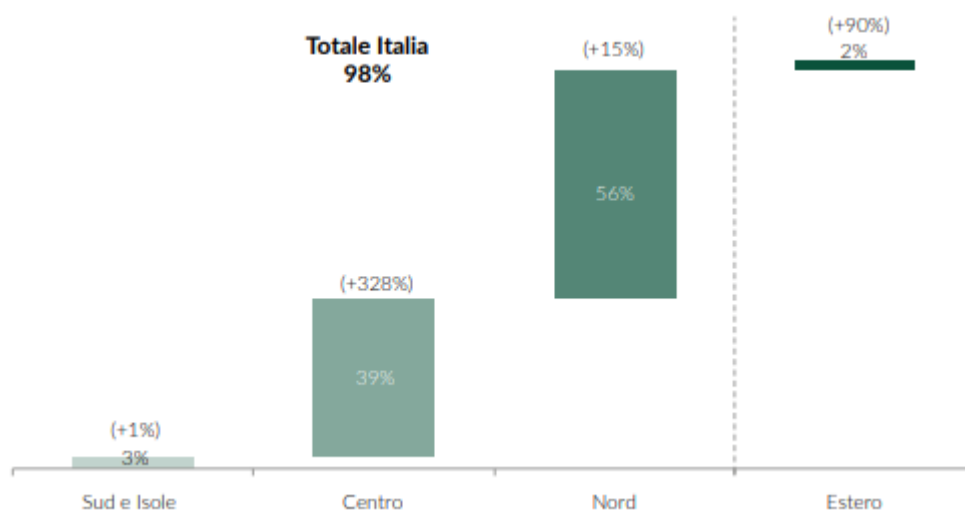


Fonte: [Report AIFI 2022](#)

Se si considera la sola attività realizzata in Italia, il 74% del numero di operazioni ha riguardato aziende localizzate nel Nord del Paese (69% nel 2021), seguito dalle regioni del Centro con il 18%

(22% l'anno precedente), mentre il Sud e le Isole hanno pesato per l'8% (9% nel 2021). In termini di ammontare, invece, il Nord ha attratto il 57% delle risorse complessivamente investite in Italia (79% nel 2021), seguito dalle regioni del Centro con il 39% (15% l'anno precedente), mentre la quota di risorse destinate al Sud Italia si è attestata al 4% (6% nel 2021). Come da tradizione, a livello regionale (Grafico 27), si conferma il primato della Lombardia, dove è stato realizzato il 44% del numero totale di operazioni portate a termine in Italia nel corso del 2022, seguita da Lazio (10%) ed Emilia-Romagna (9%). In termini di ammontare, il Lazio si è posizionato al primo posto, con il 38% delle risorse complessivamente investite, seguita da Lombardia (32%) e Veneto (9%)⁸.

Figure 7 - Distribuzione geografica del numero di investimenti realizzati nel 2022



Fonte: [Report AIFI 2022](#)

Approfondendo invece il contesto del crowdfunding italiano, il 2022 si è rivelato un anno di decelerazione, segnando la prima contrazione nel mercato da quando è stato istituito.

Nel corso del 2022, le startup e le PMI hanno registrato una raccolta di 72,34 milioni di euro tramite l'utilizzo di questo strumento, evidenziando una contrazione del 20% rispetto ai 90,12 milioni raccolti nel 2021.

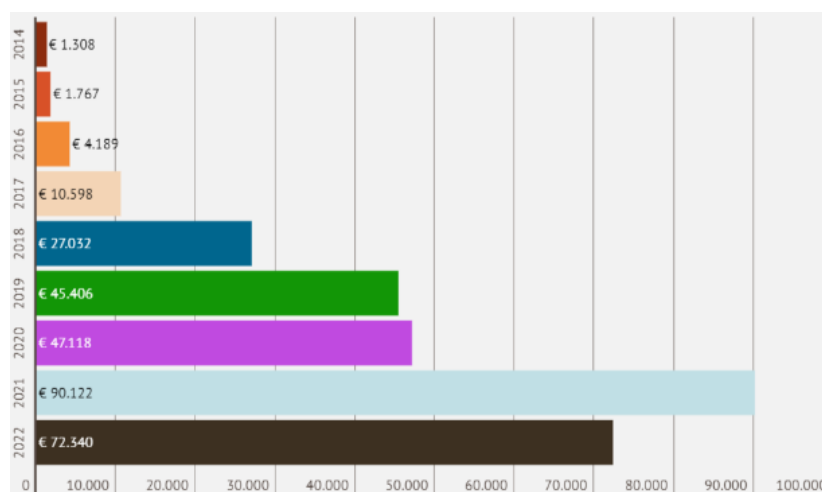
Tuttavia, si può notare che rispetto al 2020, la raccolta è cresciuta del 54%, passando da 47,12 milioni a 72,34 milioni di euro.

Anche il numero di società finanziate ha seguito un trend simile, registrando una diminuzione poco marcata. Nel 2022, le campagne di successo sono state 141, rispetto alle 170 del 2021 (-17%). Analogamente alla raccolta, confrontando il 2022 con il 2020, emerge una crescita del 16%, con

⁸ Raffaella. (2023, March 16). AIFI: nel 2022 record di Private Equity e Venture Capital (investimenti +61%) - FundsPeople Italia. FundsPeople Italia. <https://fundspeople.com/it/aifi-nel-2022-record-di-private-equity-e-venture-capital-investimenti-61/>

122 società finanziate rispetto alle 105 del 2020⁹.

Figure 8 - Investimenti (in Mln) derivanti dall'Equity Crowdfunding per anno

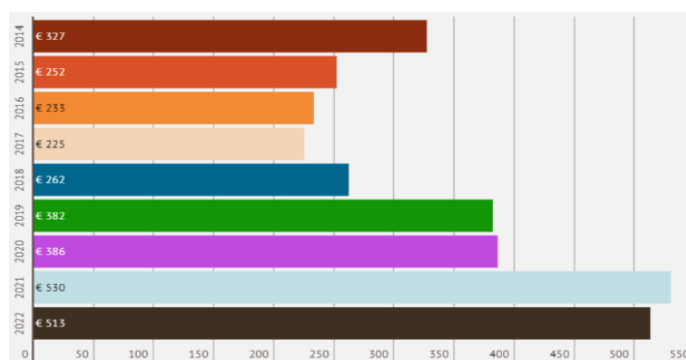


Fonte: [Crowdfunding Buzz](#)

Nel 2022, il numero complessivo di campagne presentate sulle piattaforme italiane è diminuito significativamente, passando da 195 nel 2021 a 165. Anche il tasso di successo ha registrato una leggera diminuzione (85,5% vs 87,1%).

La raccolta media per campagna è diminuita leggermente, passando da 530.000 euro nel 2021 a 513.000 euro nel 2022. Tuttavia, confrontando con il 2020, quando la raccolta media si fermò a 386.000 euro, il rendimento del 2022 è ancora notevole.

Figure 9 - Investimento medio (in Migliaia) derivanti dall'Equity Crowdfunding per anno



Fonte: [Crowdfunding Buzz](#)

⁹ Allegreni, F. (2023, January 22). *La raccolta con Equity Crowdfunding per startup e PMI rallenta nel 2022 (ma cresce rispetto al 2020)* - Crowdfunding Buzz. Crowdfunding Buzz. <https://www.crowdfundingbuzz.it/la-raccolta-con-equity-crowdfunding-per-startup-e-pmi-rallenta-nel-2022-ma-cresce-rispetto-al-2020/>

1.3 DIFFERENZE E SOMIGLIANZE TRA PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL ED EQUITY CROWDFUNDING

Questo paragrafo è dedicato ad esplorare le differenze e le somiglianze tra Private Equity, Venture Capital ed Equity Crowdfunding, delineando chiaramente le caratteristiche che li distinguono. L'obiettivo principale di questa sezione è preparare il terreno per l'analisi approfondita dei capitoli successivi, focalizzandosi sulla distinzione degli obiettivi di investimento tra queste tre modalità di finanziamento. Sarà approfondito il modo in cui questi strumenti si differenziano nella loro focalizzazione su dimensioni aziendali diverse, analizzando come ciascuna modalità si adatti a contesti imprenditoriali specifici. Questa analisi preliminare fornisce un contesto essenziale per la comprensione più approfondita delle dinamiche che caratterizzano gli investimenti in ciascuna di queste forme di investimento.

1.3.1 Obiettivi di Investimento Distinti

Le differenze tra il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding emergono chiaramente quando si esaminano i loro obiettivi di investimento in modo più dettagliato.

Il Private Equity è noto per concentrarsi su aziende mature coinvolte in operazioni di acquisizione e ristrutturazione. Gli investitori nel Private Equity cercano aziende con un track record stabile, spesso con un flusso di cassa positivo e prospettive di crescita a lungo termine. Attraverso strategie come il “Leveraged Buy-Out” (LBO), mirano a migliorare l'efficienza operativa, l'ottimizzazione della struttura del capitale e la redditività delle aziende target. L'obiettivo è massimizzare il valore a lungo termine, spesso investendo in aziende con un profilo di rischio moderato. Gli investitori di Private Equity tendono a essere attivi nella gestione delle aziende in cui investono, lavorando in collaborazione con la loro leadership per attuare strategie di crescita e miglioramento.

Il Venture Capital, al contrario, si concentra su start-up e piccole imprese con un alto potenziale di crescita. Queste imprese emergenti sono spesso in una fase iniziale di sviluppo e potrebbero non avere un track record consolidato o profitti iniziali. Gli investitori nel Venture Capital sono disposti a correre rischi significativi, poiché mirano a identificare aziende con un potenziale di crescita eccezionale. La loro missione è accelerare la crescita di queste start-up attraverso finanziamenti e supporto operativo. Questo può comportare il finanziamento per lo sviluppo di nuovi prodotti, l'espansione sul mercato o l'acquisizione di una base di clienti solida. L'obiettivo principale del Venture Capital è di massimizzare il valore nel breve e medio termine, spesso attraverso strategie di uscita come le fusioni, le acquisizioni o le offerte pubbliche iniziali (IPO). Gli investitori di Venture Capital collaborano strettamente con gli imprenditori e i fondatori delle start-up per aiutarli a

sviluppare una strategia di crescita e a superare le sfide iniziali.

L'Equity Crowdfunding, invece, offre un approccio diverso coinvolgendo una moltitudine di investitori individuali nella raccolta di fondi per un'azienda, consentendo alle imprese di raccogliere capitale vendendo quote di partecipazione attraverso piattaforme online; esso può coinvolgere imprese in varie fasi di sviluppo, con investitori individuali che possono partecipare senza necessariamente avere esperienza nel settore finanziario.

L'Equity Crowdfunding, insieme al Private Equity e al Venture Capital, assume un ruolo strategico di enorme importanza evidenziato dalla varietà di contributi forniti dagli investitori. La partecipazione di una vasta gamma di finanziatori in questi strumenti non solo garantisce il supporto finanziario necessario, ma rappresenta anche una forma di convalida delle idee imprenditoriali. Nel contesto specifico del Venture Capital, il coinvolgimento di investitori specializzati apporta non solo capitale, ma anche esperienza nel settore e una rete di contatti strategici. D'altra parte, il Private Equity, con il suo approccio di investimento diretto nelle imprese, offre una maggiore flessibilità e possibilità di governance attiva, contribuendo così a modellare la strategia aziendale. La diversità di prospettive e competenze tra gli investitori in tutti e tre gli strumenti è fondamentale nell'analizzare e perfezionare le idee imprenditoriali, aggiungendo un valore che va al di là della semplice iniezione di capitali. Pertanto, questi strumenti, non solo rappresentano mezzi di raccolta fondi, ma sono anche veicoli essenziali per la validazione e il supporto strategico delle imprese emergenti¹⁰.

1.3.2 Focus su Dimensioni Aziendali Diverse

Il Private Equity è spesso associato a investimenti in imprese di medie e grandi dimensioni. Queste aziende consolidate possono avere un vasto portafoglio di prodotti o servizi, operare in diversi settori e avere una presenza globale. Gli investimenti in Private Equity mirano a migliorare l'efficienza operativa di queste aziende e a ottimizzare la loro struttura finanziaria. Questa classe di attività alternativa è orientata verso la gestione attiva e la creazione di valore a lungo termine. Gli investitori di Private Equity cercano aziende con solide fondamenta e spesso acquisiscono una partecipazione di controllo, consentendo loro di guidare la strategia aziendale e di lavorare direttamente con la leadership esecutiva per implementare le loro visioni.

Il Venture Capital, invece, si concentra su start-up e piccole imprese. Queste aziende emergenti sono spesso in una fase iniziale di sviluppo e potrebbero operare in settori altamente innovativi. Gli investimenti in Venture Capital sono destinati a sostenere la crescita rapida di queste aziende,

¹⁰ Gervasoni A, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, V edizione, Guerini Next Editore, Milano, 2015

aiutandole a sviluppare nuovi prodotti, espandersi rapidamente e a conquistare quote di mercato. Il focus del Venture Capital è sul potenziale di crescita e sull'innovazione. Gli investitori di Venture Capital collaborano con gli imprenditori e i fondatori delle start-up per aiutarli a realizzare la loro visione e a superare le sfide legate alla crescita.

Infine, l'Equity Crowdfunding rappresenta un'opzione di finanziamento alternativa che coinvolge una pluralità di investitori, spesso attraverso piattaforme online. Questa forma di finanziamento è aperta a imprese di diverse dimensioni, comprese le start-up e le PMI. Gli investitori partecipano finanziariamente al progetto o all'azienda, contribuendo con importi più piccoli rispetto a quelli tipici del Private Equity o del Venture Capital. L'Equity Crowdfunding può offrire alle imprese l'opportunità di accedere a capitali in modo più democratico, coinvolgendo un ampio pubblico di investitori che condividono un interesse nella crescita dell'azienda.

1.3.3 Intervallo Temporale d'Investimento

L'approccio all'investimento rappresenta un altro aspetto che differenzia il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding in modo significativo. Nel Private Equity, l'approccio è spesso orientato a lungo termine. Gli investitori di Private Equity sono noti per acquisire partecipazioni di controllo in aziende target e lavorare in stretta collaborazione con la loro gestione. Questa collaborazione si traduce in strategie di investimento a lungo termine che possono includere la ristrutturazione aziendale, l'ottimizzazione delle operazioni e il miglioramento della redditività. Gli investitori di Private Equity sono impegnati a creare valore nel corso di diversi anni o addirittura decenni, con l'obiettivo di ottenere rendimenti sostenibili nel tempo.

Nel caso del Venture Capital, l'approccio è orientato all'innovazione e alla crescita a breve termine. Gli investimenti in Venture Capital mirano a sostenere la crescita rapida delle start-up. Gli investitori forniscono finanziamenti e supporto operativo per aiutare queste aziende a sviluppare nuovi prodotti, espandersi rapidamente e a conquistare quote di mercato. La prospettiva temporale del Venture Capital è spesso breve, con l'obiettivo di massimizzare il valore nel breve e medio termine (2-5 anni). Questo approccio si adatta all'ambiente dinamico delle start-up, in cui il successo può essere definito da rapidi progressi e dalla capacità di sfruttare opportunità di mercato emergenti.

A differenza del Private Equity e del Venture Capital, l'Equity Crowdfunding può avere un intervallo temporale di investimento più flessibile, con progetti che possono beneficiare di finanziamenti a breve e medio termine. La durata dell'investimento è il periodo di tempo in cui gli investitori mantengono la loro partecipazione nel progetto, e questa può variare a seconda della

natura e delle fasi di sviluppo dell'azienda finanziata.

Nel contesto dell'Equity Crowdfunding, gli investitori possono essere soggetti a diverse fasi di blocco o di detenzione delle loro quote, durante le quali non possono vendere o cedere le loro partecipazioni. Questo può contribuire a stabilizzare e sostenere la crescita a lungo termine dell'azienda, consentendo agli investitori di essere coinvolti in modo più attivo e strategico.

La durata dell'investimento dipende spesso dalla strategia aziendale e dal piano di crescita delineato dalla start-up. Ad esempio, se l'azienda prevede una rapida espansione e un'uscita sul mercato tramite un'acquisizione o un'IPO, la durata dell'investimento potrebbe essere più breve. D'altra parte, se l'azienda mira a crescere in modo più graduale e a consolidarsi nel mercato nel tempo, la durata potrebbe estendersi.

Queste differenze fondamentali negli obiettivi di investimento, nelle dimensioni aziendali e negli approcci all'investimento delineano le diverse sfaccettature del Private Equity, del Venture Capital e dell'Equity Crowdfunding come strumenti di investimento differenti. Mentre il Private Equity si concentra sulla trasformazione e sulla creazione di valore a lungo termine in aziende consolidate, il Venture Capital abbraccia l'innovazione e la crescita rapida in start-up emergenti, e l'Equity Crowdfunding offre un approccio più aperto e flessibile al finanziamento partecipativo. Questi veicoli di investimento svolgono un ruolo cruciale nell'ecosistema finanziario, contribuendo a sostenere la crescita economica e l'innovazione in modi distinti¹¹.

La comprensione di queste differenze e somiglianze è fondamentale per gli investitori, gli imprenditori e coloro che desiderano esplorare il vasto mondo dell'investimento alternativo. Nei capitoli successivi, si approfondirà ulteriormente il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding, analizzando le strategie di investimento, le implicazioni economiche e sociali e i casi di studio che mettono in evidenza il loro impatto concreto sull'economia e sulle imprese.

1.3.4 Implicazioni Economiche e Sociali

Il panorama dell'investimento alternativo è plasmato da tre pilastri fondamentali: il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding, ognuno con il suo contributo distintivo all'economia e alla società, con particolare riferimento alla scena globale e italiana.

Il Private Equity si distingue per la sua capacità di non solo fornire finanziamenti alle imprese, ma anche di attuare una trasformazione profonda nelle aziende consolidate. Attraverso strategie di acquisizione, ristrutturazione e ottimizzazione, il Private Equity migliora l'efficienza operativa delle

¹¹ Rija M., *Il ruolo del Venture Capital e del Private Equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, FrancoAngeli, Milano, 2012

aziende coinvolte, accrescendone la competitività e la redditività. Questo settore gioca quindi un ruolo cruciale nella crescita economica e nella generazione di occupazione.

Parallelamente, il Venture Capital si concentra sulla promozione della crescita rapida delle start-up, agendo da catalizzatore per l'innovazione e l'introduzione di nuovi prodotti sul mercato. La sua influenza si estende oltre la mera fornitura di capitale, contribuendo attivamente al dinamismo economico e alla creazione di posti di lavoro, specialmente in un contesto caratterizzato da rapidi progressi e cambiamenti.

In questo contesto, l'Equity Crowdfunding emerge come una componente sempre più rilevante del panorama degli investimenti. Sebbene spesso considerato in modo marginale, l'Equity Crowdfunding contribuisce a democratizzare l'accesso agli investimenti e a sostenere progetti innovativi, aggiungendo un livello di diversificazione e partecipazione diffusa.

In sintesi, il Private Equity, il Venture Capital e l'Equity Crowdfunding collaborano come driver chiave di sviluppo economico e attori di trasformazione sociale. Mentre il Private Equity e il Venture Capital agiscono a livello più consolidato e di start-up, l'Equity Crowdfunding si distingue per la sua natura aperta e partecipativa, contribuendo a modellare un panorama finanziario più inclusivo e dinamico. La comprensione di questi tre pilastri è fondamentale per esplorare le complesse dinamiche dell'investimento alternativo e le sue implicazioni economiche e sociali.

1.4 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E EQUITY CROWDFUNDING A CONFRONTO

Un esame approfondito delle differenze tra Private Equity, Venture Capital ed Equity Crowdfunding svela intricate sfaccettature che rivestono un'importanza critica per gli attori del panorama finanziario.

Il Private Equity, in definitiva, si distingue per un orientamento verso imprese mature o in forte crescita, fornendo finanziamenti per l'espansione o la ristrutturazione di queste realtà. Gli investitori acquisiscono una sostanziale quota di proprietà (e di controllo) dell'azienda, influenzandone attivamente le decisioni. Con ritorni legati al successo aziendale, il Private Equity si assume rischi importanti in imprese mature, ma offre un potenziale per rendimenti elevati. La durata dell'investimento è spesso a lungo termine, con una strategia di uscita che prevede la vendita dell'azienda ad altri fondi o ad altre società o la quotazione in borsa.

Il Venture Capital, dal canto suo, si rivolge alle startup, finanziandone lo sviluppo e la crescita. Gli investitori acquisiscono una quota significativa nella compagine societaria con coinvolgimento attivo nelle decisioni aziendali. Con ritorni legati all'uscita dall'azienda, il Venture Capital implica

un rischio elevato, ma offre un potenziale per rendimenti eccezionali. La durata dell'investimento è di solito a medio termine, con una strategia di uscita attraverso la vendita ad altre aziende, a fondi o attraverso la quotazione sulle borse valori.

L'Equity Crowdfunding emerge come una forma di investimento innovativa, che coinvolge investitori che ottengono piccole quote di proprietà in startup nelle fasi iniziali in cambio del proprio apporto finanziario. Il finanziamento è finalizzato alla crescita, allo sviluppo o a progetti specifici. Gli investitori vengono coinvolti attivamente nelle decisioni dell'azienda. L'orizzonte temporale è spesso a lungo termine e la strategia di uscita è basata sul permettere agli investitori di vendere le proprie quote, ciò solitamente avviene tramite le metodologie espresse precedentemente nel caso del Private Equity e del Venture Capital.

Figure 10 - Private Equity vs Venture Capital vs Equity Crowdfunding

Aspetto	Private Equity	Venture Capital	Equity Crowdfunding
Natura dell'Investimento	Investimento in imprese mature o in crescita.	Investimento in startup o imprese in crescita.	Investimento in startup.
Ritorni	Legati al successo e alla crescita dell'azienda.	Dipendono dall'uscita dell'azienda (vendita o quotazione).	Basati sul successo e profitti dell'azienda.
Rischio	Moderato-alto per imprese mature.	Elevato, molte startup non sopravvivono.	Elevato rischio, legato al successo aziendale.
Proprietà	Acquisizione significativa con influenza sulle decisioni.	Acquisizione significativa con coinvolgimento attivo.	Gli investitori diventano azionisti.
Scopo	Finanziamento per espansione o ristrutturazione.	Finanziamento per sviluppo e crescita.	Utilizzato da startup per ottenere capitale.
Influenza sull'azienda	Elevata influenza, possibile ristrutturazione.	Elevata influenza, coinvolgimento attivo.	Investitori influenzano decisioni aziendali.
Potenziale di Profitto	Potenziale per rendimenti elevati.	Potenziale per rendimenti elevati.	Potenziale per alti rendimenti.
Durate dell'Investimento	Spesso a lungo termine, detenzione di diversi anni.	Di solito a medio termine, detenzione di alcuni anni.	Investimento a lungo termine, legato al successo.
Strategia di Uscita	Uscita attraverso vendita o quotazione.	Uscita attraverso vendita o quotazione.	Gli investitori possono vendere le proprie quote.
Trasparenza	Elevata trasparenza richiesta.	Richiesta una certa trasparenza.	Informazioni finanziarie e piani aziendali visibili.
Utilizzo dei Fondi	Finanziamento per acquisizioni o espansioni.	Finanziamento per crescita aziendale.	Finanziamento per crescita, sviluppo o progetti.
Fase di Mercato	Spesso per imprese mature.	Per startup e imprese in crescita.	Spesso per startup alle prime fasi.
Collaterale	Possono richiedere garanzie o pegni.	In genere non richiesto collaterale.	Tipicamente non è richiesto collaterale.
Impatto in caso di mancato pagamento	Rischio di ristrutturazioni o perdita di controllo.	Rischio di fallimento aziendale.	Possibile perdita totale per gli investitori.
Commissioni	Commissioni di gestione e performance.	Commissioni di gestione e performance.	Commissioni sulla raccolta dei fondi o sugli interessi.

Fonte: Rielaborazioni Personali

CAPITOLO II- I FONDI DI PRIVATE EQUITY

2.1 DEFINIZIONE, BUSINESS MODEL, STRUTTURA E MODALITÀ DI CREAZIONE DEL VALORE IN UN FONDO DI PRIVATE EQUITY

Il seguente paragrafo offre un approfondimento dettagliato sul mondo del Private Equity, focalizzandosi su aspetti chiave quali la definizione di questa forma di investimento, il ruolo peculiare degli investitori-manager delle società acquisite, l'analisi del business model e della teoria dell'agenzia. Inoltre, si esplorerà il concetto cruciale di massimizzazione del valore per gli azionisti, con particolare attenzione ai meccanismi del “Leveraged Buy-Out” che prevede l'utilizzo del debito per moltiplicare i rendimenti. Questo approfondimento consentirà di comprendere a fondo le dinamiche che guidano il Private Equity e il suo impatto sulla creazione di valore all'interno delle imprese coinvolte.

2.1.1 Definizione di Private Equity

Le definizioni di Private Equity di maggior rilevanza identificano il Private Equity come: *“Attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine¹²”* oppure come *“Attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo. Il Private Equity è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (high growth companies) effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. L'attività di Private Equity non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma riguarda anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale; fondamentale è l'apporto professionale dello stesso investitore nell'attività della società, di fatto questi partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi.*

Il disinvestimento può avvenire con:

- *la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata;*

¹² AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. <https://www.aifi.it/it/private-equity>

- *la vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale;*
- *il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario;*
- *la vendita a nuovi e vecchi soci.*¹³.

Il concetto di Private Equity, come definito nelle definizioni precedenti, rappresenta un'attività di investimento di capitale di rischio in imprese non quotate, con l'obiettivo di valorizzare tali imprese al fine di disinvestire nel medio-lungo termine. Questo approccio è caratterizzato da una prospettiva di investimento istituzionale mirato ad aziende con un notevole potenziale di sviluppo, spesso definite "high growth companies."

Un elemento distintivo del Private Equity è l'apporto professionale dell'investitore istituzionale. Questo coinvolgimento non si limita all'investimento finanziario ma si estende alla partecipazione attiva nelle decisioni strategiche dell'impresa. L'investitore porta con sé competenze, esperienze e connessioni nel mondo imprenditoriale, il che può essere fondamentale per il successo dell'azienda. In molti casi, l'investitore istituzionale è una figura di prestigio nel settore finanziario, conferendo notorietà all'azienda oggetto dell'investimento e generando fiducia nel mercato al momento della sua quotazione o di altre forme di dismissione.

Il successo dell'investimento istituzionale in Private Equity si materializza quando l'azienda raggiunge gli obiettivi di sviluppo previsti.

Tuttavia, nel caso di insuccesso, l'investitore istituzionale può decidere di disinvestire quando diventa evidente che la situazione non è più risolvibile. Questo disinvestimento può avvenire in diverse modalità, come la quotazione in Borsa delle azioni dell'azienda, la vendita delle azioni a un'altra società o investitore istituzionale, il riacquisto delle azioni da parte del gruppo imprenditoriale originario o la vendita a nuovi e vecchi soci.

Il Private Equity rappresenta un importante strumento di investimento che va oltre la semplice fornitura di capitale, coinvolgendo attivamente gli investitori nell'orientare le imprese verso il successo e contribuendo allo sviluppo dell'ecosistema imprenditoriale. La sua flessibilità lo rende adatto a una varietà di situazioni aziendali, consentendo agli investitori di realizzare valore e ottenere rendimenti significativi.

¹³ AIFI – Borsa Italiana. Private Equity – [Glossario Finanziario](#)

2.1.2 Private Equity: Investitori nel Ruolo di Managers & “Moral Hazard”

Le società di Private Equity sono emerse negli ultimi tre decenni come parte di un gruppo di nuovi attori finanziari, o "intermediari", che raccolgono ampi pool di capitali da individui particolarmente abbienti e istituzioni per dar vita a fondi d'investimento. La caratteristica che distingue i fondi di Private Equity dal Venture Capital o dagli Hedge Fund è l'uso del debito per acquisire la proprietà di aziende già mature e operative attraverso operazioni chiamate “Leveraged Buy-Out”. I fondi di Venture Capital e gli Hedge Fund sono anch'essi fondi d'investimento che mobilitano pool di capitali da soggetti privati, ma i loro modelli di business differiscono sostanzialmente dal modello del Private Equity.

Si evidenziano rilevanti parallelismi tra le società quotate in borsa e quelle acquisite da operatori di Private Equity. Entrambe sono soggette alla necessità di massimizzare il valore a breve termine per gli azionisti, adottando una serie di strategie finanziarie e organizzative al fine di perseguire questo obiettivo. Tuttavia, ci sono anche differenze importanti nella gestione del rischio e nei risultati attesi dagli stakeholder.

Una differenza chiave tra le aziende quotate in borsa e quelle di proprietà del Private Equity risiede nella modalità retributiva dei partner delle società di Private Equity. Nelle operazioni di “Leveraged Buy-Out” intrapresi dai fondi di Private Equity, circa il 70% dell'importo oggetto della transazione viene finanziato a debito mentre il restante 30% attraverso l'equity, che proviene quasi interamente dagli investitori esterni al fondo. Il general partner (“GP”) del fondo di Private Equity (che è un partner nella società di Private Equity che ha dato vita al fondo) prende decisioni su quali aziende acquisire, quanto debito utilizzare e come gestire le aziende per massimizzare il valore dell'operazione.

I general partner investono dall'1 al 2% dell'equity nel fondo di Private Equity ma ricevono il 20% dei rendimenti derivanti dalle operazioni¹⁴.

Questa particolare tipologia di business model spinge i “GP” ad assumere rischi elevati utilizzando il denaro altrui. Il loro unico obiettivo sarà quello di vendere l'azienda precedentemente acquisita tra cinque e dieci anni ad un prezzo maggiorato rispetto a quello pagato per acquisirla.

Per quanto concerne invece il lato negativo dell'ampio utilizzo del debito si fa riferimento al rischio di interesse, nel caso di tassi variabili un elevato livello di indebitamento potrà erodere i profitti e creare una situazione di difficoltà all'interno dell'azienda. Il debito, tuttavia, amplifica anche i rendimenti del fondo di Private Equity. Il general partner avrà infatti investito solo l'1% o poco più dell'equity totale utilizzata nell'acquisizione, avrà quindi poco da perdere se il debito

¹⁴ Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. *Choice Reviews Online*, 52(02), p 1

porterà l'azienda alla bancarotta, ma molto da guadagnare nel caso di un'exit profittevole. Questo è un classico caso di "moral hazard" secondo gli economisti. ("Rischio morale: è quando qualcuno utilizza i tuoi soldi, senza rispondere delle conseguenze")¹⁵.

Il general partner che decide di sovra-indebitare l'impresa acquisita subirà solo in parte i costi potenziali associati a tali rischi. Questi soggetti possono anche richiedere alle aziende facenti parte del proprio portafoglio di pagarli personalmente, raccogliendo "oneri di consulenza" e "oneri di gestione" che possono arrivare a milioni di dollari all'anno; nessun CEO di un'azienda quotata in borsa può fare una simile richiesta alle divisioni o alle sussidiarie dell'azienda. I "GP" possono anche utilizzare altre strategie di ingegneria finanziaria che sarebbero inaccettabili per le società quotate in borsa a causa delle loro conseguenze reputazionali avverse e dell'opposizione degli azionisti.

In secondo luogo, gli investitori nei fondi di Private Equity trasferiscono il pieno potere decisionale al general partner del fondo e fanno un impegno di capitale per la durata del fondo, di solito dieci anni. Di conseguenza, i general partner dei fondi di Private Equity non sono soggetti al tipo di pressione immediata degli azionisti che affrontano le società quotate in borsa. Gli azionisti delle società quotate in borsa sono di solito più avversi al rischio e possono uscire dall'investimento in qualsiasi momento. La struttura del capitale di un'azienda acquisita da un fondo di Private Equity è spesso composta per il 70% da debito e per il 30% da equity, mentre la struttura di una società quotata in borsa è di solito per il 30% da debito e per il 70% da equity.

L'adozione di una strategia ad alto tasso di indebitamento rappresenta un'opzione ad elevato rischio, la cui corretta implementazione può condurre a rendimenti eccezionali per i fondi di Private Equity. Tuttavia, è importante sottolineare che tale approccio aumenta significativamente la probabilità di incappare in difficoltà finanziarie e, in casi estremi, di dover affrontare la bancarotta da parte delle imprese acquisite dal fondo, in particolare in contesti economici avversi.

¹⁵ Wall Street Money Never Sleep. Wall Street: Money Never Sleeps (Wall Street 2) è un film del 2010 diretto da Oliver Stone, sequel di Wall Street (1987). È interpretato da Michael Douglas, Shia LaBeouf, Josh Brolin, Carey Mulligan, Frank Langella, Susan Sarandon e Eli Wallach nel suo ruolo cinematografico finale

Figure 11 - Differenze tra aziende quotate in borsa e aziende acquisite da operatori di Private Equity

Dimension	Private Equity	Public Corporations
Risk-taking	High	Low
"Moral hazard"	High	Lower
Capital structure	70 percent debt, 30 percent equity	30 percent debt, 70 percent equity
Use of junk bonds	Considerable	Low
Asset sales for profits	Higher	Lower
Dividend recapitalizations	Frequent	Rare
Fees	Key part of earnings	No advisory fees
Taxes	Capital gains rate	Corporate rate
Legal oversight	Low	High
Transparency	Low	Higher
Accountability	Low	Higher

Fonte: "Private Equity At Work"¹⁶

Un'altra differenza sostanziale è data dalla normativa giuridica che considera le società di Private Equity (PE) e i loro fondi come investitori, nonostante manifestino un comportamento in tutto e per tutto comparabile a quello dei managers delle aziende che acquisiscono e vendono, nonché di datori di lavoro delle persone impiegate in tali aziende.

I fondi di Private Equity simultaneamente detengono il possesso e assumono il controllo delle aziende target, designano Consigli di amministrazione, effettuano assunzioni e licenziamenti di dirigenti di alto livello e delineano la direzione delle strategie aziendali e delle politiche occupazionali. Nonostante ciò, contrariamente alle società quotate in borsa, tali entità non si trovano ad essere soggette a responsabilità legale o pubblica per gran parte delle conseguenze derivanti dalle loro decisioni.

Nel caso di criticità che si manifestano all'interno di aziende detenute da società di Private Equity, l'effetto negativo sulla reputazione si riflette solitamente direttamente sull'azienda stessa, dato che il proprietario del fondo di Private Equity opera in secondo piano con visibilità limitata.

Quando le società di Private Equity assumono il controllo di aziende, frequentemente sorgono problematiche legate al "moral hazard", poiché i "GP" di tali società si trovano nella posizione di poter disporre in maniera più ampia di risorse finanziarie altrui rispetto a quelle individualmente investite all'interno dell'operazione, questo fa sì che possano avventurarsi in azioni a elevato rischio. Tali comportamenti possono comprendere strategie di ingegneria finanziaria, quali l'ampio ricorso al debito e l'emissione di "junk bond"¹⁷, la cessione di attività aziendali al fine di conseguire

¹⁶ Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. *Choice Reviews Online*, 52(02), p 4

¹⁷ I "junk bonds" sono titoli obbligazionari emessi da entità con un rating di credito considerato di qualità inferiore, caratterizzati da un maggiore rischio di insolvenza. Questi strumenti offrono rendimenti più elevati rispetto alle

profitti e le operazioni di ricapitalizzazione mediante distribuzione di dividendi.

In sintesi, il modello di business delle società di Private Equity rappresenta una sperimentazione della teoria secondo cui perseguire con fermezza il valore per gli azionisti costituisca un'evoluzione positiva, posizionando gli azionisti stessi in una posizione di maggior controllo. Il tema centrale verte sulla criticità dell'affidare ai managers il compito di prendere decisioni relative alla gestione delle aziende, in quanto, spesso, i dirigenti possiedono interessi contrapposti, o comunque differenti, rispetto a quelli degli azionisti.

2.1.3 Business Model e Teoria dell'Agenzia

I fondi di Private Equity sono intermediari finanziari. Una società di Private Equity raccoglie capitale da fondi pensione, fondi comuni di investimento, compagnie assicurative, fondi sovrani e individui facoltosi per uno specifico fondo di Private Equity da essa sponsorizzato per poi investire questo capitale nell'acquisizione di un portafoglio di imprese. Il General Partner del fondo è un socio o un gruppo di soci della società di Private Equity.

Gli investitori nel fondo di Private Equity sono i cosiddetti limited partners.

Una società di Private Equity può sponsorizzare diversi fondi e solitamente ne apre uno nuovo ogni cinque o dieci anni. Il fondo di Private Equity acquisisce aziende operative attraverso "Leveraged Buy-Outs", utilizzando il flusso di cassa e gli asset dell'azienda acquistata come garanzia.

Il rimborso di questo debito è responsabilità dell'azienda acquisita, né la società di Private Equity né il fondo di Private Equity dietro all'acquisto sono obbligati a rimborsare il debito.

Ci sono quattro vie per le acquisizioni di Private Equity: l'acquisto di società quotate in borsa e la loro privatizzazione; l'acquisto di aziende a conduzione familiare dai loro fondatori; l'acquisto di divisioni di aziende di grandi dimensioni che desiderano dismettere; e l'acquisto di aziende da altre società di Private Equity ("Buy-Out secondari").

Il modello di Private Equity è stratificato, operando a livello della società di Private Equity, dei fondi da essa sponsorizzati e delle aziende del portafoglio che i fondi acquistano.

A livello di società, il Private Equity somiglia a un conglomerato diversificato ma con il controllo centralizzato delle aziende del portafoglio legalmente separate; questa struttura riduce la responsabilità legale della società e dei suoi fondi.

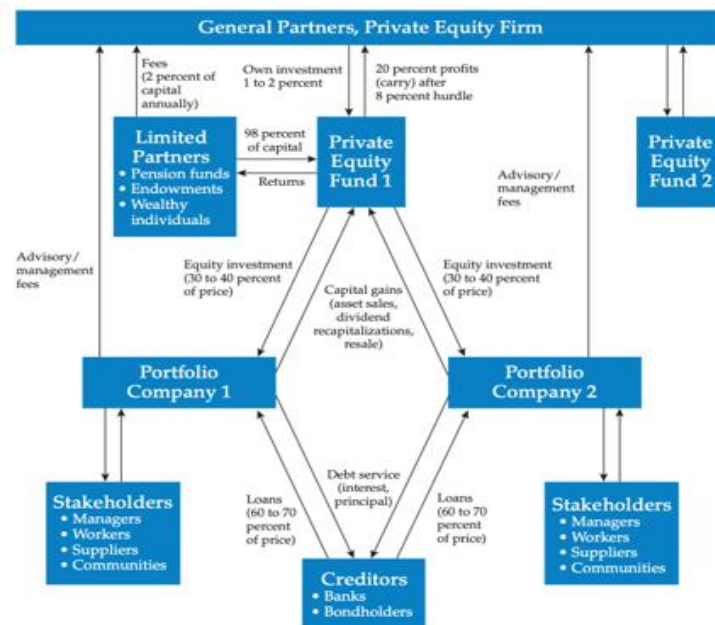
obbligazioni con rating superiore, ma comportano una maggiore volatilità e richiedono una valutazione attenta del rischio da parte degli investitori. Il termine "junk" indica la natura speculativa di tali obbligazioni.

Le aziende nel portafoglio della maggior parte delle società di Private Equity provengono da settori molto diversi, il valore aggiunto del Private Equity è spesso di natura finanziaria e non strettamente operativo.

A livello del fondo e delle sue società in portafoglio, il Private Equity adotta i precetti della teoria dell'agenzia, con un azionariato concentrato che sostiene l'uso di alti livelli di debito per disciplinare le decisioni di spesa e l'utilizzo della retribuzione manageriale legata al valore creato per gli azionisti.

In questo modo la proprietà è in grado di monitorare i comportamenti del management e a garantire meglio che agiscano nell'interesse degli azionisti.

Figure 12 - Struttura di una tipica società di Private Equity



Fonte: "Private Equity at Work"¹⁸

Il modello PE porta l'idea di "azionariato concentrato" all'estremo collegando direttamente la proprietà al controllo: il socio accomandatario (colui che gestisce attivamente il fondo) del fondo di Private Equity decide quali società acquisire, stabilisce la direzione strategica per quelle società, in genere nomina i membri del Consiglio di amministrazione della società in portafoglio ed è anche membro attivo del Consiglio di amministrazione.

I dirigenti delle società in portafoglio sono generosamente ricompensati se soddisfano gli obiettivi

¹⁸ Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. *Choice Reviews Online*, 52(02), p 7

di prestazione fissati dal “GP” e rapidamente licenziati se falliscono. Gli investitori, o i soci accomandanti del fondo PE, che sono azionisti di ciascuna delle società in portafoglio che il fondo possiede, hanno poca o nessuna influenza su quali società vengono acquisite o su come sono gestite, ma possono godere di benefici non a disposizione degli azionisti di società quotate in borsa.

Questa concentrazione di proprietà e controllo consente ai “GP” di ottenere rendimenti attraverso strategie di ingegneria finanziaria che aumentano sostanzialmente il grado di indebitamento nelle società in portafoglio, nonché attraverso strategie aziendali e operative che riducono i costi o aggiungono valore all'impresa. L'utilizzo di questi strumenti dipende in modo importante della tipologia di azienda di Private Equity e dalle dimensioni della società in portafoglio. Le piccole e medie imprese offrono meno garanzie per sfruttare il debito e migliori opportunità di guadagni operativi. Le aziende più grandi hanno solitamente già manager estremamente qualificati e sistemi di gestione sofisticati, non offrono facili opportunità di miglioramento operativo, ma hanno una disponibilità di risorse maggiore che può essere utilizzata come garanzia per sostenere alti livelli di debito.

2.1.4 Massimizzazione del Valore per gli Azionisti

Dato l'impegno delle società di Private Equity di realizzare rendimenti per gli investitori dei fondi in un periodo relativamente breve, la loro attenzione è concentrata su obiettivi a breve termine, non assumono infatti particolare importanza obiettivi di lungo periodo come la conquista di quote di mercato o l'acquisto di una posizione di leadership nel settore.

Il focus esclusivo sul valore a breve termine per gli azionisti è guidato da diverse caratteristiche del modello di business della società di Private Equity.

Durante il ciclo di vita tipico di un fondo, della durata di dieci anni, i limited partners non possono ritirare il proprio capitale e nuovi investitori non possono unirsi al fondo. Allo stesso tempo, la società di Private Equity è sotto pressione per investire questo capitale nei primi tre o cinque anni di vita del fondo o restituire il capitale non impegnato e le relative commissioni di gestione ai limited partners (investitori del fondo).

Gli investitori si aspettano inoltre di realizzare rendimenti entro cinque anni dall'investimento; in caso contrario, hanno meno risorse disponibili da impegnare in successivi fondi di Private Equity raccolti dalla società. Questo mette ulteriore pressione sul general partner per uscire da un'azienda del portafoglio entro cinque anni dall'acquisizione o, in caso contrario, per effettuare distribuzioni ai limited partners sotto forma di dividendi raccolti dal flusso di cassa operativo delle aziende acquisite o tramite prestiti che l'azienda è tenuta ad effettuare utilizzando i suoi asset come garanzia.

Le uscite (“exit”) possono avvenire attraverso la vendita dell'azienda ad un'altra come acquisizione strategica, ad un'altra società di Private Equity (un Buy-Out secondario), o tramite un'offerta pubblica iniziale (“IPO”) su una borsa valori.

Solo alla fine della vita del fondo, dopo che tutti gli investimenti nelle aziende del portafoglio sono stati realizzati, è possibile calcolare i valori effettivi degli asset delle aziende e i rendimenti degli investimenti del fondo.

Tuttavia, al di là di ciò che accade ad un singolo fondo, le società di Private Equity di successo mirano alla raccolta di capitale nell'istituzione contemporanea di tre o addirittura più fondi.

Mentre il meccanismo per le società di Private Equity per guadagnare denaro è l'acquisizione e l'uscita di singole aziende del portafoglio in un periodo relativamente breve, il successo a lungo termine della società di Private Equity come conglomerato diversificato dipende dal massimizzare i rendimenti di tutti i suoi fondi. Il successo di qualsiasi singola azienda del portafoglio è una preoccupazione di secondo ordine per i dirigenti della società di Private Equity.

Pertanto, la prospettiva dei proprietari della società di Private Equity è radicalmente diversa da quella dei proprietari di aziende private o dei manager di società quotate in borsa, la cui principale fonte di reddito o di investimento dipende dal successo dell'azienda che possiedono o gestiscono.

2.1.5 Leveraged Buy-Out

La nascita del modello di Private Equity come lo si conosce oggi può essere fatto risalire a una serie di sviluppi che hanno permesso al modello di “Leveraged Buy-Out” di prosperare. La società di investimento più accreditata per lo sviluppo di questo modello, KKR, è oggi una delle più grandi società di Private Equity. Con l'acquisto di Houdaille Industries nel 1979, ha lanciato un modello di ingegneria finanziaria che è diventato il punto di riferimento di questa tipologia di operazioni per decenni (“LBO”) ¹⁹. Le società di “Leveraged Buy-Out” hanno iniziato ad essere attive negli anni '60 e '70, utilizzando una grande quantità di debito per acquisire piccole aziende private in operazioni dette “bootstrap deals”. I “bootstrap deals” ²⁰ erano un'opzione di uscita dal capitale azionario particolarmente interessante per i fondatori anziani di aziende di successo troppo piccole per essere quotate in Borsa. Robert Kohlberg ha concluso un piccolo accordo di questo tipo nel 1964 quando ha acquistato un'azienda del valore di 9,5 milioni di dollari con 1,5 milioni di dollari di equity, ovvero il 16 per cento. Negli anni '70 vi erano le migliori condizioni per far prosperare

¹⁹ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). “Leveraged Buy-Outs” and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>

²⁰ Il termine “bootstrap deals” si riferisce a operazioni specifiche in cui le società di LBO utilizzavano una grande quantità di debito per acquisire aziende private più piccole. Queste operazioni erano particolarmente attraenti per i fondatori anziani di aziende di successo che erano troppo piccole per essere quotate in Borsa

tale modello. Le banche, infatti, erano disposte a concedere prestiti con facilità e gli investitori ad apportare il capitale, poiché il debito era garantito dalle attività delle aziende che erano in grado di generare importanti flussi di cassa che potevano essere utilizzati per estinguere il debito. Le operazioni venivano valutate in base al flusso di cassa dell'azienda, ovvero alla sua capacità di estinguere il debito in tempi rapidi, e non alla sua redditività.

Gli investitori hanno adattato il modello “bootstrap” alle grandi imprese conglomerate che negli anni '80 avevano performance scadenti. Anche se non tutte queste imprese stavano andando male, molte di esse avevano accumulato un eccesso di denaro e avevano pratiche di governance aziendale carenti. Questo aveva permesso ai CEO di approfittare della propria posizione e “rilassarsi sugli allori”. Per le grandi aziende, le riserve di denaro mantenevano basso il costo del capitale utilizzabile per investimenti in nuovi prodotti e processi. Tuttavia, gli investitori cercavano di “ridistribuire il denaro agli investitori” restituendolo agli azionisti. Allo stesso tempo, gran parte delle acquisizioni durante quel decennio erano fusioni tra aziende simili. Tra le società Fortune 500, il livello complessivo di diversificazione è diminuito di un terzo tra il 1980 e il 1990.

Nel modello del Private Equity il debito assume un ruolo centrale perché amplifica i rendimenti: gli investitori sono in grado di acquisire aziende utilizzando una piccola quota di capitale dagli investitori, mentre la maggior parte del denaro utilizzato viene preso a debito dalle istituzioni finanziarie, soprattutto quando i tassi di interesse sono particolarmente bassi e il credito è facilmente disponibile. Inoltre, il debito ha grandi vantaggi fiscali e costringe i manager ad effettuare sforzi importanti verso l'estinzione del debito stesso per evitare il default, mitigando così i rischi di agenzia. La Houdaille era una società Fortune 500 con una gran quantità di denaro disposizione, poco debito e un prezzo delle azioni sottostimato; la KKR l'ha acquistata con l'8 per cento di capitale e il 92 per cento di debito. Il controllo degli investitori sulla gestione post-acquisto è una caratteristica centrale del modello, allora come ora. Il modello LBO raramente mira ad acquisire aziende con prestazioni scadenti o in difficoltà perché il rapido rimborso del debito richiede un elevato flusso di cassa. Con il tempo, il modello KKR del “Leveraged Buy-Out” divenne lo standard di settore. Un totale di 2597 LBO si sono verificate negli anni '80, rappresentando il 7,7 per cento di tutte le fusioni e acquisizioni²¹. Quasi la metà di tutte le società pubbliche americane ha subito un tentativo di acquisizione in quella decade. Il modello di “Leveraged Buy-Out” di KKR ha quindi giocato un ruolo importante nello sviluppo dell'industria del Private Equity e ha contribuito a cambiare il panorama delle imprese negli anni '80.

²¹ Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. *Choice Reviews Online*, 52(02), p 15

2.1.6 Moltiplicare i Rendimenti Grazie all'Utilizzo del Debito

L'ampio utilizzo del debito, noto come leva finanziaria, costituisce il nucleo del modello di business delle società di Private Equity. L'impiego di un alto livello di leva finanziaria nell'acquisizione di aziende amplifica in modo significativo i rendimenti ottenuti dagli investimenti, tuttavia, è importante riconoscere che elevati livelli di debito aumentano significativamente il rischio di difficoltà finanziarie per le aziende acquisite.

Le società di Private Equity acquistano imprese seguendo un approccio simile all'acquisto di immobili da parte di singoli individui, in cui il mutuo è supportato da garanzie ipotecarie.

Durante gli anni 80 in cui vi era un grande fermento nei mercati, l'investimento in equity o il pagamento iniziale di un fondo di Private Equity rappresentava solitamente il 10% valore totale dell'acquisizione, mentre il restante 90% veniva finanziato facendo ricorso all'indebitamento. Negli anni successivi, la quota di equity è aumentata fino a raggiungere il 25-33% dell'importo totale dell'operazione. I prestiti iniziali provengono da banche d'investimento, fondi speculativi o altre grandi istituzioni finanziarie. Tipicamente, questi prestiti sono a breve termine, sui quali gli istituti finanziari guadagnano interessi importanti. La principale differenza tra l'acquisto di una casa da parte di un individuo e l'acquisizione di una società di un fondo di Private Equity sta nel fatto che i proprietari di case sono responsabili del pagamento dei propri mutui, mentre i fondi di Private Equity impongono alle aziende che acquistano di assumersi il carico del debito e di ripagarlo. Le società di Private Equity sostengono che questo onere possa essere gestito e ripagato utilizzando il denaro in eccesso dell'azienda acquisita (cioè il flusso di cassa netto rispetto a ciò di cui l'azienda ha bisogno per coprire le spese operative), i maggiori profitti derivanti dalla risoluzione del problema agente-principale e dal conseguimento di una maggiore efficienza operativa.

In un ambiente caratterizzato da tassi di interesse bassi, i rendimenti per gli istituti finanziari diminuiscono, rendendo l'uso di una leva finanziaria estremamente elevata ancora più attraente per i fondi di Private Equity. Nella tabella successivamente riportata è possibile capire, concretamente, l'importanza della componente del debito sul rendimento totale dell'operazione (ROI):

Figure 13 - Scenari di Investimento

Investimento A

Acquisto di un'azienda dal valore di 100€ utilizzando 100€ di capitale proprio

L'azienda viene venduta a 120€ dopo un anno

$$120€ - 100€ = 20€$$

$$(20€/100€) * 100 = 20\% \text{ (ROI)}$$

Investimento B

Acquisto di un'azienda dal valore di 100€ utilizzando 50€ di capitale proprio e 50€ di capitale di debito con interessi al 10%

Pagamento del tasso di interesse annuo per 5€

L'azienda viene venduta a 120€ dopo un anno

Restituzione dei 50€ presi a prestito

$$120€ - 5€ - 50€ - 50€ = 15€$$

$$(15€/50€) * 100 = 30\% \text{ (ROI)}$$

Investimento C

Acquisto di un'azienda dal valore di 100€ utilizzando 25€ di capitale proprio e 75€ di capitale di debito con interessi al 10%

Pagamento del tasso di interesse annuo per 7,50€

L'azienda viene venduta a 120€ dopo un anno

Restituzione dei 75€ presi a prestito

$$120€ - 7,50€ - 25€ - 75€ = 12,50€$$

$$(12,50€/25€) * 100 = 50\% \text{ (ROI)}$$

Fonte: Rielaborazioni Personali

2.2. LE FONTI DI REDDITIVITÀ DI UN FONDO DI PRIVATE EQUITY

Nel prosieguo del paragrafo, si esploreranno dettagliatamente i meccanismi di redditività di un fondo, con un focus particolare su tre aspetti chiave. Si analizzeranno le "Management Fees" (commissioni di gestione), per poi approfondire il concetto di "Carried Interest" (partecipazione agli utili) ed esaminare le "Commissioni a Carico delle Imprese Acquisite", svelando i modelli di compensazione che sottendono a tali transazioni.

2.2.1 Management Fees

Nel contesto delle società di Private Equity, è importante notare che i soci accomandatari ricevono un compenso annuale dai soci accomandanti (investitori del fondo), indipendentemente dalle performance del fondo. Questo comporta che i rischi associati a scarse performance sono in larga parte trasferiti ai soci accomandanti stessi. Questi ultimi devono trattenere il capitale che è già stato impegnato nel fondo di Private Equity ma non è ancora stato investito, in modo che sia disponibile quando la società di Private Equity sarà pronta ad utilizzarlo. Pertanto, essi sopportano la maggior parte dei costi nel caso di un fondo con scarse performance.

Nel caso di un fondo decennale, una tasso di gestione annua pari al 2 per cento si traduce in commissioni di gestione pari al 20 per cento del capitale impegnato nel corso della vita del fondo, lasciando solo l'80 per cento disponibile per gli investimenti²². Pertanto, le commissioni di gestione rappresentano un costo significativo per i soci accomandanti e una fonte importante di reddito per i soci accomandatari.

Negli ultimi anni, i soci accomandanti hanno messo in discussione questa disposizione contrattuale facendo così diminuire significativamente l'impatto delle commissioni di gestione, principalmente nel caso di investitori più grandi e influenti.

Nonostante le modifiche nella struttura delle commissioni, le commissioni di gestione rappresentano ancora una fonte significativa di reddito per i soci accomandatari di Private Equity. I compensi dei soci accomandatari, escludendo la loro quota degli interessi di partecipazione, sono piuttosto elevati.

Andrew Metrick e Ayako Yasuda²³ hanno scoperto che "circa due terzi dei ricavi totali della società di Private Equity derivano da componenti a reddito fisso e circa un terzo da componenti a reddito variabile". In altre parole, nella loro ricerca, le commissioni di gestione e altre tariffe rappresentavano due terzi del reddito guadagnato da un socio accomandatario di un fondo. Gli interessi di partecipazione rappresentavano circa un terzo²⁴.

2.2.2 Carried Interest

Un aspetto cruciale del sistema di incentivi nelle società di Private Equity è legato alla bassa esposizione al rischio finanziario da parte dei general partners. Questi individui investono solitamente solo una piccola frazione del proprio capitale, di solito tra l'1 e il 2 per cento, rispetto al

²² Phalippou, L., Rauch, C., & Umler, M. P. (2018). Private Equity portfolio company fees. *Journal of Financial Economics*, 129(3), 559–585. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.010>

²³ Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The economics of Private Equity funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2303–2341. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq020>

totale dei fondi raccolti dai soci accomandanti. Nonostante ciò, essi ottengono il 20 per cento di tutti i profitti dell'investimento una volta che viene raggiunto un tasso di rendimento minimo²⁵.

Questo schema di compenso crea incentivi distorti per i soci accomandatari, spingendoli ad assumere rischi eccessivi. Questo perché la loro remunerazione è strettamente legata ad investimenti in cui vi è un utilizzo importante della leva finanziaria.

Il debito amplifica i rendimenti degli investimenti nelle aziende del portafoglio. Esso aumenta i guadagni del fondo di Private Equity derivanti dagli investimenti di successo nelle aziende del portafoglio.

Se una società del portafoglio dovesse andare in default, né il fondo di Private Equity né la società di Private Equity che lo sponsorizza sarebbero responsabili del rimborso del debito; tale responsabilità ricadrebbe esclusivamente sull'azienda stessa.

Inoltre, considerando che i soci accomandatari avrebbero contribuito solo in minima parte al capitale necessario per l'acquisizione dell'azienda, essi sarebbero in gran parte immuni dalle perdite in caso di fallimento dell'azienda in portafoglio.

In generale, il “moral hazard” incoraggia comportamenti rischiosi da parte del “decision-maker”. Nel caso dei fondi di Private Equity, ciò si traduce in un uso eccessivo del debito, aumentando il rischio di difficoltà finanziarie e bancarotta per le aziende del portafoglio. Questi costi non vengono assorbiti solamente dagli stakeholder diretti, ma impattano anche sui contribuenti e sull'economia nel suo complesso. Gli utili, quando tutto va bene, vanno a vantaggio dei soci accomandatari e di quelli accomandanti, mentre le perdite, in situazioni sfavorevoli, colpiscono principalmente altri portatori di interesse legati all'azienda del portafoglio.

2.2.3 Commissioni a Carico delle Imprese Acquisite

Oltre alle commissioni di gestione fisse pagate dai soci accomandanti e alla quota dei profitti del fondo reclamata come interesse condiviso, il general partner riscuote una serie di commissioni dalle aziende in portafoglio. Queste commissioni possono avere un effetto dannoso sulla stabilità finanziaria delle stesse aziende stesse.

Un esempio proviene dall'investimento di Bain Capital in Cambridge Industries, un fornitore di plastica per l'industria automobilistica con sede nel Michigan, nel 1995. Due anni dopo, Bain aveva acquisito la quota di maggioranza dell'azienda. Nel 2000, Cambridge era in gravi difficoltà finanziarie, aveva registrato gravi perdite nei tre anni precedenti e accumulato un'enorme quantità di

²⁵ Sørensen, M., Wang, N., & Yang, J. (2014). Valuing Private Equity. *The Review of Financial Studies*, 27(7), 1977–2021. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu013>

debiti. Tuttavia, Bain Capital ha continuato a riscuotere quasi 1 milione di dollari all'anno in "commissioni di consulenza" da Cambridge mentre l'azienda si avviava verso la bancarotta.

Nel periodo quinquennale dal 1995 al 2000, Bain Capital ha incassato più di 10 milioni di dollari in commissioni dalla sopracitata compagnia. Nel 2000, Cambridge ha dichiarato bancarotta. L'azienda è stata acquistata successivamente da Meridian Automotive Systems, che ha tagliato più di mille posti di lavoro²⁶.

I general partner raccolgono principalmente due tipi di commissioni dalle loro aziende del portafoglio; le prime, chiamate "*commissioni di transazione*", derivano da eventi come l'acquisizione di un'altra azienda, la cessione di una divisione dell'azienda del portafoglio, il rifinanziamento del debito dell'azienda del portafoglio, e così via; le seconde, anche chiamate "*commissioni di monitoraggio*" vengono pagate su base trimestrale, per compensare i manager della società di Private Equity per il monitoraggio delle prestazioni dell'azienda del portafoglio. Questo si aggiunge alle commissioni di gestione pagate dagli investitori alla società di Private Equity per svolgere questa funzione di gestione.

Simulazioni condotte da Metrick e Yasuda²⁷ suggeriscono che queste commissioni variano dal 14 al 21 per cento del totale delle entrate derivanti dai proventi di gestione. Sulla base dei dati dei depositi della SEC per tre società di Private Equity quotate in borsa (Apollo, Blackstone e KKR) nel periodo 2005-2010, Peter Morris ha stimato che la contribuzione mediana al reddito da commissioni di gestione da parte delle commissioni addebitate alle aziende del portafoglio è del 42 per cento. In linea di principio, almeno una parte delle commissioni pagate dalle aziende del portafoglio dovrebbe essere condivisa con gli investitori del fondo.

2.3 COME LE SOCIETA' DI PRIVATE EQUITY GENERANO VALORE

Nel corso dell'analisi del seguente paragrafo, verranno esplorate in dettaglio una serie di strategie e approcci adottati dalle società di Private Equity per la generazione di valore. Partendo dall'anticipazione della crescita in settori ad alto potenziale, verrà esaminato come tali entità identifichino e capitalizzino sulle opportunità emergenti, dimostrando la capacità di anticipare i trend di mercato e generare conseguentemente valore sostanziale.

Successivamente, sarà esplorato il coinvolgimento delle società di Private Equity in investimenti mirati verso aziende in difficoltà, analizzando come queste operino nella trasformazione di sfide in

²⁶ Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. *Choice Reviews Online*, 52(02), p 31

²⁷ Metrick, A., & Yasuda, A. (2010b). The economics of Private Equity funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2303–2341. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq020>

opportunità attraverso strategie di ristrutturazione e riorganizzazione.

Si approfondirà anche il ruolo cruciale dei miglioramenti operativi, illustrando come le società di Private Equity applichino metodologie e best practices per ottimizzare l'efficienza aziendale e accelerare la crescita organica.

Altresì, saranno esaminate le strategie di ingegneria finanziaria, evidenziando come le società di Private Equity utilizzino strumenti finanziari avanzati per ottimizzare la struttura del capitale e massimizzare il rendimento degli investimenti.

Infine, nel contesto dei trasferimenti, sarà analizzato sia quello proveniente dalle aziende acquisite, valutando come venga gestito e integrato nel portafoglio di investimenti, sia quello da parte dei dipendenti.

2.3.1 Anticipare la Crescita di Settori ad Alto Potenziale

La migliore delle situazioni per le società di Private Equity consiste nell'acquisire un'azienda operante in un settore destinato a crescere notevolmente. L'attuazione di una strategia che possa posizionare l'azienda acquisita in modo da beneficiare degli sviluppi imminenti nel settore può generare enormi guadagni per gli investitori del fondo senza la necessità di grandi investimenti in miglioramenti operativi. Alcune delle società di Private Equity di maggior successo sono molto ammirate per la capacità dei partner di individuare le aziende migliori nei settori migliori.

Un esempio rilevante di un'acquisizione da parte di una società di Private Equity in un settore ad alta crescita nel campo della tecnologia è rappresentato dall'acquisizione di Dell Technologies da parte di Silver Lake Partners insieme a Michael Dell e Microsoft nel 2013. Questa operazione, del valore di circa 24,4 miliardi di dollari, è stata una delle più significative acquisizioni di Private Equity nel settore tech.

Dopo l'acquisizione di Dell Technologies da parte di Silver Lake Partners insieme a Michael Dell nel 2013²⁸, l'azienda ha intrapreso una strategia di sviluppo finalizzata a sfruttare le opportunità emergenti nel settore tecnologico. Questa strategia ha compreso diversi aspetti, tra cui l'espansione internazionale, l'innovazione delle funzionalità offerte, l'investimento in ricerca e sviluppo e l'ottimizzazione delle operazioni esistenti.

In risposta all'evoluzione rapida del panorama tecnologico, Dell Technologies ha adottato iniziative per rafforzare la sua presenza a livello globale, cercando di capitalizzare sulle crescenti opportunità di mercato in diverse regioni. Contestualmente, l'azienda ha investito in nuove tecnologie e funzionalità per mantenere la sua competitività nel settore.

²⁸ *Dell is now a private company.* Dell. https://www.dell.com/learn/in/en/incorp1/corporate_secure_dellwebpage/acq-dell-silverlake

L'accento sull'innovazione è stato particolarmente rilevante, con l'azienda che ha destinato risorse significative alla ricerca e sviluppo per guidare lo sviluppo di soluzioni tecnologiche avanzate. Ciò includeva l'esplorazione di nuove frontiere come l'intelligenza artificiale, la sicurezza informatica avanzata e la trasformazione digitale, riflettendo la volontà di rimanere all'avanguardia delle tendenze di settore. L'ottimizzazione delle "operations" ha mirato a migliorare l'efficienza e la flessibilità aziendale, garantendo a Dell Technologies di poter rispondere in modo rapido ed efficace alle mutevoli esigenze del mercato. In termini di performance finanziaria, la società ha riportato risultati che indicavano una solida crescita. L'aumento significativo delle entrate, unito alla continua espansione del portafoglio di prodotti e servizi, ha dimostrato come l'acquisizione da parte di Silver Lake Partners abbia contribuito a posizionare Dell Technologies in modo favorevole in un mercato tecnologico in rapida evoluzione.

Facendo riferimento a tempi più recenti, nel 2021, il Blackstone Group, uno dei principali fondi di Private Equity, ha effettuato un'acquisizione di rilievo nel settore sanitario. La società target era Medline Industries, un leader nella produzione e distribuzione di dispositivi medici e prodotti per l'assistenza sanitaria. Questa mossa strategica è avvenuta in un contesto unico, caratterizzato dalle sfide e dalle opportunità create dalla pandemia di COVID-19, che ha notevolmente aumentato la domanda di dispositivi medici, portando il mercato globale dei dispositivi medici a un valore stimato di 176 miliardi di dollari nel 2020²⁹.

Il Blackstone Group ha identificato Medline Industries come un attore chiave per capitalizzare sul crescente interesse per i prodotti per l'assistenza sanitaria. Con un fatturato del 2020 di 17,5 miliardi di dollari, Medline era già una delle più grandi società private nel settore, specializzata nella fornitura di soluzioni per ridurre i costi, migliorare l'efficienza della catena di approvvigionamento e aumentare la qualità delle cure.

L'operazione di acquisizione, del valore di circa 34 miliardi di dollari, ha comportato un coinvolgimento significativo del Blackstone Group nell'azionariato di Medline Industries. Dopo la conclusione dell'acquisizione, Blackstone ha collaborato strettamente con il management di Medline per sviluppare una strategia di crescita mirata. Ciò includeva l'espansione della produzione per rispondere alla crescente domanda di dispositivi medici, l'ottimizzazione delle catene di approvvigionamento e la risposta alle esigenze emergenti del settore sanitario.

Un elemento chiave di questa acquisizione è stato il mantenimento della gestione familiare di Medline, con la famiglia Mills che rimase il più grande azionista e il management dell'azienda acquisita che non fu stato sostituito. Questa partnership è stata progettata non solo per accelerare la

²⁹ Emma, Q. (2022, March 28). *Blackstone, Carlyle and Hellman & Friedman to Invest in Medline*. Blackstone. <https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-carlyle-and-hellman-friedman-to-invest-in-medline/>

crescita dell'azienda ma anche per preservare la cultura aziendale guidata dalla famiglia Mills.

Questa collaborazione mira a far crescere ulteriormente Medline, capitalizzando sull'esperienza e sul capitale dei fondi di Private Equity coinvolti. La collaborazione con il Blackstone Group, Carlyle e Hellman & Friedman sottolinea la capacità delle società di Private Equity di contribuire al successo di aziende in settori in crescita e di affrontare le sfide uniche presentate da periodi di rapido cambiamento.

2.3.2 Investimenti in Aziende in Difficoltà

Gli investimenti in aziende in situazioni di difficoltà possono essere molto complessi.

Non è affatto semplice individuare aziende in difficoltà finanziaria che hanno il potenziale per essere rese più competitive e generare profitti consistenti per gli investitori; un esempio di questa tipologia di investimenti è il caso Cerberus Capital Management in Chrysler del 2010³⁰.

Durante gli anni della “Grande Recessione”, l'industria automobilistica statunitense ha attraversato una delle sfide più importanti della sua storia. La crisi finanziaria globale del 2008 ha portato a una significativa contrazione della domanda di veicoli, mettendo a dura prova le principali case automobilistiche statunitensi, tra cui General Motors, Chrysler e Ford. In particolare, Chrysler è stata colpita da problemi finanziari e ha dichiarato bancarotta nell'aprile 2009.

Cerberus Capital Management, una società di Private Equity specializzata nel settore automobilistico, aveva precedentemente acquisito Chrysler nel 2007. Tuttavia, la crisi finanziaria e le pressioni sull'industria automobilistica avevano portato all'erosione della stabilità finanziaria dell'azienda e alla perdita del controllo da parte di Cerberus. Nel 2010, questo fondo ha deciso di riemergere come parte dell'operazione di salvataggio di Chrysler dalla procedura di fallimento.

Il fulcro del successo di Cerberus è stato l'attuazione di una massiccia ristrutturazione aziendale. Tale processo ha comportato la riduzione dei costi operativi, la razionalizzazione della catena di approvvigionamento, la rinegoziazione dei contratti con i sindacati per ridurre i gravosi oneri pensionistici, e infine un profondo impegno a migliorare la qualità delle autovetture Chrysler.

Oltre a Cerberus, altri importanti investitori che hanno partecipato all'operazione di salvataggio di Chrysler sono il governo degli Stati Uniti, il Canadian Auto Workers Union (CAW) e Fiat. Questi investitori hanno giocato un ruolo essenziale nel fornire i mezzi finanziari e l'esperienza necessaria per guidare la ristrutturazione aziendale.

L'investimento di Cerberus e dei suoi partner ha portato a un notevole successo. Chrysler è

³⁰ Cerberus said to recoup 90% of Chrysler after sale. (2010, December 21). *Bloomberg.com*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-12-21/cerberus-said-to-recoup-90-of-chrysler-investment-after-sale?embedded-checkout=true>

tornata ad avere una buona redditività, riducendo le perdite e ripristinando la sua posizione nel mercato automobilistico. Nel 2014, Chrysler è stata completamente acquisita da Fiat, dando vita a Fiat Chrysler Automobiles (FCA), uno dei più grandi produttori automobilistici a livello globale con una significativa presenza internazionale.

L'investimento di Cerberus in Chrysler rappresenta un esemplare esempio di come il Private Equity abbia potuto svolgere un ruolo cruciale nella ristrutturazione di un'azienda in difficoltà finanziaria. Questo intervento ha contribuito a preservare posti di lavoro, a mantenere una delle industrie automobilistiche più rilevanti negli Stati Uniti e a ristabilire la salute finanziaria di un'icona del settore automobilistico americano.

2.3.3 Miglioramenti Operativi e Crescita Rapida

Le società di Private Equity specializzate in imprese di dimensioni più contenute di solito realizzano profitti applicando miglioramenti operativi o strategie di crescita piuttosto che tramite complesse manovre finanziarie o attraverso la ricapitalizzazione dei dividendi. Sebbene l'implementazione di una strategia di crescita di successo possa risultare impegnativa, i benefici derivanti dalla rapida crescita dei ricavi e dell'EBITDA offrono vantaggi considerevoli agli investitori di Private Equity da una prospettiva duplice.

In primo luogo utili più elevati conducono a una valutazione più alta: Quando un'azienda registra profitti più importanti, il suo valore complessivo aumenta. Anche se il multiplo di valutazione (una misura usata per valutare l'azienda) rimane invariato, gli utili superiori contribuiscono a elevare la valutazione complessiva dell'azienda. Questo è positivo per gli investitori, poiché significa che la loro quota (o le loro azioni) in azienda vale di più. Ad esempio, un'azienda acquistata a un prezzo pari a sei volte gli utili sarà venduta a un prezzo più elevato se gli utili aumentano, anche se il multiplo rimane di sei.

In secondo luogo vi è la possibilità di vendere l'azienda ad un multiplo degli utili più elevato: quando l'azienda cresce rapidamente e registra profitti consistenti, diventa più attraente per potenziali acquirenti. Questo offre agli investitori di Private Equity l'opportunità di vendere l'azienda a un prezzo più elevato, espresso come un multiplo degli utili, rispetto a quanto pagato inizialmente per acquisirla. In sostanza, possono realizzare un profitto più consistente al momento della vendita.

Nel considerare l'acquisto di aziende a proprietà privata, specialmente familiari, il Private Equity si concentra su aziende ben consolidate, con un solido track record di risultati positivi.

Spesso il fondatore delle imprese familiari è anche il CEO e l'azienda manca di un management

professionale che permetta una rapida crescita. Frequentemente, in questa tipologia di imprese, c'è ampia possibilità di realizzare miglioramenti operativi e di far crescere l'azienda, grazie all'accesso ai capitali forniti dai fondi di Private Equity, l'azienda può allargare la propria visione di mercato e applicare una strategia aziendale più aggressiva.

Investire in imprese di dimensioni medio-piccole costituisce una sfida complessa per le società di Private Equity, presentando congiuntamente rischi e opportunità.

Anche nel caso di un investimento di successo, uscire dall'investimento può risultare molto difficile per la società di Private Equity. La strategia attuata dal fondo potrebbe infatti riuscire nel trasformare un'impresa di medio-piccole dimensioni in una realtà importante e redditizia, ma potrebbe non garantire una cessione della società del portafoglio a prezzi elevati³¹.

2.3.4 Strategie di Ingegneria Finanziaria

Le strategie di ingegneria finanziaria rappresentano una fonte significativa di guadagni per le società di Private Equity, in particolare nei “mega-deal” in cui vengono acquisite aziende di grandi dimensioni. Per esempio, nel periodo che va dal 2002 al 2007, il mercato era caratterizzato da bassi tassi di interesse e facile accesso al debito, un mercato rialzista e la bolla immobiliare, le migliori strategie ed operative erano relativamente poco importanti³².

In questo contesto, infatti, l'ingegneria finanziaria, caratterizzata dall'uso di *elevati livelli di debito, l'arbitraggio fiscale e le ricapitalizzazioni dei dividendi*, spiegarono gran parte del successo finanziario del Private Equity. Gli elevati livelli di debito mettevano infatti pressione sui manager per tagliare i costi e aumentare il flusso di cassa mediante il licenziamento di dipendenti o la riduzione di salari. Ciò portava ad un miglioramento immediato dei margini di profitto delle aziende acquisite anche se questo aveva poco a che fare con il miglioramento vero e proprio dell'azienda.

Quello che colpisce è quanto i guadagni dei fondi di Private Equity facessero poco riferimento sulle strategie aziendali o sul creare migliorie operative in questo periodo. Ovviamente vi sono eccezioni soprattutto per quanto concerne società di Private Equity specializzate nell'acquisto di società di medio piccole dimensioni che, come illustrato in precedenza, pongono maggiore enfasi sui miglioramenti operativi e sulle strategie di crescita per incrementare il valore delle aziende acquisite. Anche in questi casi, tuttavia, l'uso di elevati livelli di debito ha generalmente aumentato i rendimenti dei fondi.

³¹ Paglia, J. K., & Harjoto, M. A. (2014). The effects of Private Equity and Venture Capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses. *Journal of Banking and Finance*, 47, 177–197. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.023>

³² Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. *Choice Reviews Online*, 52(02), p 35

Durante questi anni, la dinamica finanziaria ha giocato un ruolo preponderante nella definizione del successo delle operazioni di Private Equity. L'entità degli effetti derivanti dall'ingegneria finanziaria è stata talmente ampia da influenzare non solo la redditività delle acquisizioni, ma anche la struttura stessa delle imprese coinvolte. L'uso estensivo di strumenti finanziari complessi ha generato un ambiente in cui il rischio e la ricompensa sono stati amplificati, contribuendo a creare un panorama finanziario sempre più complesso e interconnesso. In questo contesto, la capacità di navigare abilmente attraverso le sfide finanziarie è diventata una competenza critica per le società di Private Equity che mirano a mantenere e ampliare il loro successo nel mercato.

2.3.5 Trasferimenti da Parte delle Aziende Acquisite

I trasferimenti dalle società in portafoglio ai soci delle società di Private Equity possono rappresentare una fonte importante di guadagni. Questi si manifestano principalmente in due forme: il *versamento diretto di dividendi ai soci* o la *cessione di beni immobili o di altri asset dall'azienda in portafoglio*.

Le *ricapitalizzazioni dei dividendi* nel contesto del Private Equity avvengono quando un'azienda acquisita contrae nuovo debito o utilizza le proprie riserve di utili (e/o la propria liquidità) al fine di pagare un dividendo "speciale" agli azionisti.

Nel corso dell'ultimo decennio, l'utilizzo delle ricapitalizzazioni dei dividendi ha conosciuto un notevole incremento, solitamente sotto forma di obbligazioni speculative. In questo modo, i soci dei fondi di Private Equity trasferiscono a sé stessi risorse che potrebbero essere usate per migliorare la redditività aziendale. Questo fa sì che l'azienda debba ricercare continuamente miglioramenti operativi per continuare a ripagare il debito contratto e gli interessi che ne scaturiscono. Secondo Standard & Poor's, le ricapitalizzazioni dei dividendi danneggiano la qualità del credito e possono aumentare il rischio di default delle aziende che le effettuano.

Tuttavia, queste ricapitalizzazioni dei dividendi sono state oggetto di controversie, anche tra gli investitori di Private Equity. Non solo mettono in discussione l'argomento secondo cui i rendimenti del Private Equity sono il risultato di miglioramenti nelle performance aziendali, ma in diversi casi, i creditori hanno accusato le società di Private Equity di "svuotare" le aziende, portandole sull'orlo dell'insolvenza. Ad esempio, nella causa intentata dai creditori contro la catena di ristoranti Buffets, che, nel 2008 aveva dichiarato bancarotta, i proprietari della società di Private Equity Caxton-Iseman avevano investito 130 milioni di dollari in equity al momento dell'acquisto nel 2000³³.

³³ Meikle, B., & Meikle, B. (2015, October 25). *Caxton-Iseman Portfolio Co. struggles to stave off default*. Buyouts. <https://www.buyoutsinsider.com/caxton-ise-man-portfolio-co-struggles-to-stave-off-default/>

Tuttavia, nel giugno 2002, essi prelevarono 150 milioni di dollari dall'azienda e lo distribuirono a sé stessi tramite ricapitalizzazione dei dividendi. I creditori sostennero che Caxton-Iseman e gli azionisti di minoranza avevano esaurito milioni di dollari in operazioni di ingegneria finanziaria dannose per Buffets e i suoi creditori.

La causa si concluse nel settembre 2010 con un accordo che comportò il pagamento di oltre 23 milioni di dollari da parte degli investitori della società di Private Equity. È importante notare che Caxton-Iseman (CI Capital Partners) non è l'unico soggetto ad aver affrontato tali accuse, poiché anche altre società di Private Equity come Sun Capital e TPG Capital hanno affrontato contestazioni simili in relazione a fallimenti di altre aziende.

I proprietari di società di Private Equity incerti su un'uscita redditizia da un investimento da un'azienda del proprio portafoglio possono ricorrere alle ricapitalizzazioni dei dividendi al fine di recuperare il loro investimento iniziale, nonostante l'aumentato rischio di crisi finanziaria per l'azienda stessa. L'azienda di vendita al dettaglio Urban Brands (Ashley Stewart & Marianne Stores) è stata acquisita da TSG Capital Group nell'aprile 1996 per 30 milioni di dollari. Sei anni dopo, nel gennaio 2002, incapace di rivendere l'azienda per il prezzo di acquisto, TSG ha effettuato una ricapitalizzazione dei dividendi. Alla fine ha venduto l'azienda a un'altra società di Private Equity, Trimaran Capital, nell'aprile 2004 per 20 milioni di dollari. Urban Brands è infine andata in bancarotta ed è stata acquisita nel novembre 2010 dalla società di Private Equity GB Merchant per 15,7 milioni di dollari³⁴.

2.3.6 Trasferimenti dai Dipendenti

Le aziende acquisite in un “Leveraged Buy-Out” (LBO) presentano un pesante fardello di debito che devono gestire attraverso il pagamento degli interessi e, in alcuni casi, l'ammortamento del debito. I dirigenti delle aziende in portafoglio devono incrementare rapidamente i flussi di cassa per evitare difficoltà finanziarie. Il mancato raggiungimento di tale obiettivo e il mancato pagamento dei debiti mettono a rischio sia la sostenibilità finanziaria dell'azienda che i posti di lavoro del CEO e degli altri dirigenti aziendali. La tentazione di tagliare i costi comprimendo la forza lavoro, è un aspetto rilevante in molti casi. Pertanto, un'altra fonte di “guadagni” per il Private Equity è il trasferimento dai lavoratori alle società di Private Equity tramite il licenziamento dei dipendenti e l'intensificarsi del lavoro per coloro che rimangono³⁵.

³⁴ Fairchild, G. B., & Toomer, J. (2006). Urban Brands and TSG Capital Group, LLC. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.912138>

³⁵ Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. *Choice Reviews Online*, 52(02), p 73

Oltre alla riduzione del personale, spesso vengono ridotti salari e il lavoro può essere esternalizzato o delocalizzato.

Sebbene alcune di queste azioni possano essere giustificate in aziende in difficoltà che necessitano di una svolta, questa tipologia di investimenti rappresentano solo una piccola parte degli investimenti del settore. Esternalizzazione, riduzione del personale e altre pratiche attuate al fine di aumentare rapidamente i flussi di cassa e i margini di profitto per ripagare il debito sono infatti applicate di frequente. Anche aziende precedentemente in salute acquisite attraverso il “Leveraged Buy-Out” possono avere difficoltà a crescere sotto il fardello dei debiti, costringendo i CEO a tagliare posti di lavoro mentre attuano strategie aziendali e operative volte a migliorare le performance.

Un esempio concreto può essere rappresentato da Hertz, una società globale di noleggio auto e attrezzature acquisita nel dicembre 2005 da un consorzio di società di Private Equity guidate da Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) e tra cui figuravano il Carlyle Group e Merrill Lynch Global Private Equity. Il caso illustra come gli effetti del debito sul fatturato netto di un'azienda portino alla perdita di posti di lavoro anche se le società di Private Equity ottengono ricche ricompense e i cambiamenti nella strategia aziendale e nelle operazioni migliorano le performance. Gli elevati livelli di debito derivanti dal “Leveraged Buy-Out” in Hertz avrebbero messo l'azienda in una posizione debole per affrontare la recessione globale del 2008-2009, portando a significative riduzioni della sua forza lavoro³⁶.

³⁶ Clayton, Dubilier & Rice, *The Carlyle Group and Merrill Lynch Global Private Equity to Acquire Hertz from Ford Motor Company for \$15 Billion; New Owners See Significant Growth Opportunities* | Carlyle. (2005, September 11). <https://www.carlyle.com/media-room/news-release-archive/clayton-dubilier-rice-carlyle-group-and-merrill-lynch>

CAPITOLO III- LE SOCIETÀ DI VENTURE CAPITAL

3.1 DEFINIZIONE, BUSINESS MODEL, STRUTTURA E MODALITA' DI CREAZIONE DEL VALORE IN UNA SOCIETÀ DI VENTURE CAPITAL

Nel contesto del Venture Capital, la definizione del business model riveste un ruolo cruciale nell'identificare la natura e le modalità operative del fondo. La struttura stessa di un fondo di Venture Capital viene studiata in dettaglio, comprendendo elementi chiave come il ruolo dell'imprenditore, il coinvolgimento di vari attori come "Angel Investors", sindacati, e mentori, e l'interazione con le banche di investimento. L'analisi del processo di raccolta di fondi, delle fasi di investimento e dei meccanismi di guadagno, tra cui commissioni di gestione e "Carried Interest", contribuisce a delineare le implicazioni del valore creato. Inoltre, l'approfondimento della struttura dei deal offre una comprensione completa delle pratiche che guidano la creazione di valore nei fondi di Venture Capital.

3.1.1 Definizione di Venture Capital

Il "Venture Capital" viene così definito dalla borsa italiana: *"Il Venture Capital è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (high growth companies) che si trovano nella fase di start up, effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. L'attività di Venture Capital non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma riguarda anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale.*

La definizione del Venture Capital indica chiaramente i principali elementi e obiettivi di questa particolare tipologia di investimento:

1. *Forma di Investimento di Medio-Lungo Termine:* il Venture Capital è una strategia di investimento caratterizzata dalla volontà di mantenere la partecipazione in un'azienda per un periodo di tempo significativo, di solito di medio-lungo termine. A differenza di investimenti più brevi e speculativi, il VC mira a supportare lo sviluppo a lungo termine dell'impresa.
2. *Imprese non Quotate ad Alto Potenziale:* il focus del Venture Capital è sulle imprese che non sono quotate in borsa, spesso in una fase iniziale del loro ciclo di vita nota come "start-up." Queste aziende sono caratterizzate da un elevato potenziale di crescita e sviluppo, ma possono trovarsi in una fase in cui è difficile ottenere finanziamenti attraverso le tradizionali

fonti di capitale.

3. *Investimenti Effettuati da Investitori Istituzionali*: il finanziamento tramite Venture Capital è principalmente fornito da investitori istituzionali, come fondi di investimento, banche d'affari o altri soggetti finanziari con una base di investitori. Questi investitori istituzionali sono spesso dotati di risorse significative e competenze finanziarie, che vengono utilizzate per sostenere lo sviluppo delle imprese in cui investono.
4. *Obiettivo di Guadagno in Conto Capitale*: l'obiettivo primario del Venture Capital è ottenere un ritorno finanziario significativo attraverso la vendita della partecipazione acquisita o la quotazione in borsa dell'azienda finanziata. Il guadagno in conto capitale si realizza quando il valore dell'investimento cresce nel tempo e viene monetizzato attraverso l'“exit”.
5. *Attività Connesse e Strumentali all'Idea Imprenditoriale*: il coinvolgimento del Venture Capital va oltre la semplice erogazione di fondi. Gli investitori istituzionali giocano un ruolo attivo nelle attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale. Questo può includere il supporto nella definizione di strategie aziendali, il networking, la fornitura di mentorship e l'apporto di competenze specifiche necessarie per il successo dell'impresa.

La definizione prosegue così: *“Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi.*

Il disinvestimento può avvenire con:

- *la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata;*
- *la vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale;*
- *il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario;*
- *la vendita a nuovi e vecchi soci.”*³⁷

La parte successiva della definizione del Venture Capital delinea il processo di uscita dell'investitore istituzionale in base al successo o all'insuccesso dell'impresa finanziata e illustra le modalità di disinvestimento:

1. *Uscita in Caso di Successo*: Se l'impresa in cui è stato effettuato l'investimento mostra

³⁷ Borsa Italiana. *Venture Capital - Glossario finanziario - Borsa Italiana.*
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

successo e ha raggiunto lo sviluppo previsto, l'uscita dell'investitore istituzionale diventa un momento cruciale. L'uscita rappresenta il punto in cui l'investitore decide di monetizzare il proprio investimento per realizzare i profitti previsti. Questo avviene tipicamente attraverso una delle seguenti opzioni:

- *Quotazione in Borsa:* una delle opzioni più comuni è la quotazione in borsa dei titoli della società. Questo avviene quando l'impresa diventa una società quotata, consentendo agli investitori di vendere le loro azioni sul mercato pubblico.
- *Vendita dei Titoli:* l'investitore può decidere di vendere la sua partecipazione a un'altra società o investitore istituzionale interessato. Questo può avvenire attraverso trattative dirette o a seguito di un processo di vendita competitivo.
- *Riacquisto da Parte del Gruppo Imprenditoriale Originario:* in alcuni casi, il gruppo imprenditoriale originario può riacquistare la partecipazione detenuta dall'investitore istituzionale. Questo può rappresentare un segnale di fiducia nel futuro dell'azienda da parte degli imprenditori originali.
- *Vendita a Nuovi e Vecchi Soci:* altre opzioni includono la vendita della partecipazione a nuovi investitori o alla stessa base di vecchi soci, che possono essere interessati a incrementare la loro quota nella società.

2. *Uscita in Caso di Insuccesso:* Nel caso in cui l'impresa non abbia avuto successo e l'investitore riconosce che non è più possibile risolvere la situazione di crisi, si verifica l'abbandono dell'investimento. Questo può avvenire quando i risultati attesi non sono stati raggiunti e non è più sostenibile mantenere o recuperare l'investimento.

In sintesi, il processo di uscita e disinvestimento nel Venture Capital riflette il risultato del percorso dell'impresa finanziata. Nel caso di successo, l'investitore ricerca modalità di monetizzazione redditizie, mentre in caso di insuccesso, si procede con l'abbandono dell'investimento, cercando di minimizzare le perdite. La flessibilità nelle modalità di disinvestimento consente agli investitori di adattarsi alle circostanze specifiche e alle opportunità di mercato.

3.1.2 Struttura della Società di Venture Capital

Per comprendere appieno il funzionamento delle società di Venture Capital, è essenziale esaminare la struttura tipica di un fondo di VC. Tre entità fondamentali costituiscono il cuore del fondo, ciascuna con un ruolo cruciale nel plasmare il destino degli investimenti.

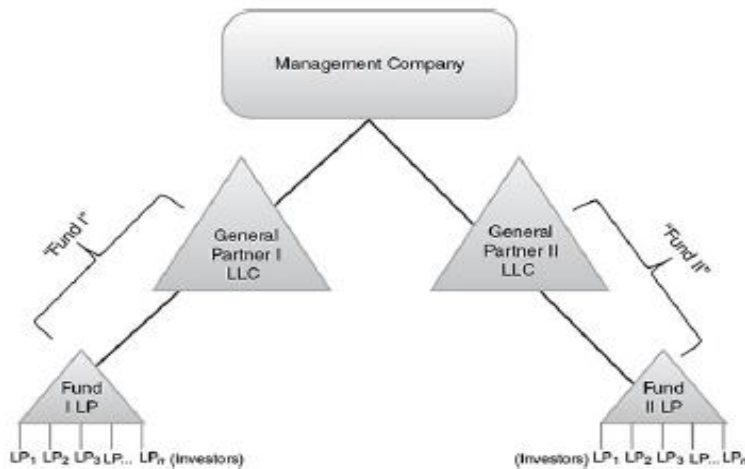
La prima entità è la società di gestione, di solito di proprietà dei partner senior. Questa società costituisce la spina dorsale dell'intero processo, impiegando una vasta gamma di professionisti, inclusi i partner stessi, gli associati e il personale di supporto, responsabili della gestione operativa e strategica del fondo. Un aspetto interessante di questa struttura è la sua continuità, poiché la società di gestione persiste anche quando i vecchi fondi vengono ritirati e se ne raccolgono di nuovi. Questo evidenzia la natura a lungo termine dell'impegno nel Venture Capital, con la società di gestione che continua a fornire servizi a ciascun fondo successivo.

La seconda entità è il veicolo della società in accomandita per azioni ("LP"). Quando un Venture Capitalist menziona un "fondo" o dichiara che la sua azienda ha "raccolto un fondo da 225 milioni di dollari", si riferisce effettivamente a questo veicolo. Questa struttura ospita gli investitori nel fondo, noti anche come limited partners o LP, dando loro l'opportunità di partecipare ai profitti e alle perdite senza immischiarsi nella gestione quotidiana.

L'ultima entità, spesso trascurata, è l'entità di società in accomandita semplice ("GP"). Questa costituisce il vero e proprio socio accomandatario del fondo. Sebbene in alcune partnership i direttori gestionali possano svolgere questo ruolo, nel tempo questa figura si è evoluta in un'entità legale separata di proprietà individuale per ciascun direttore gestionale, specifica per ciascun fondo.

Questa struttura, seppur complessa, è essenziale per garantire il funzionamento efficace di un fondo di Venture Capital. La separazione tra la società di gestione e i veicoli LP sottolinea la presenza di interessi diversificati e motivazioni divergenti, specialmente quando i direttori gestionali si uniscono o lasciano la società di Venture Capital. Questo può avere un impatto significativo sulle dinamiche operative e relazionali, evidenziando l'importanza di comprendere a fondo la complessità legale che sottende il mondo delle società di Venture Capital.

Figure 14 - Struttura di una società di Venture Capital



Fonte: “*Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*”

3.2 I PLAYERS CHE INTERVENGONO IN UN’OPERAZIONE DI VENTURE CAPITAL

Nel prossimo paragrafo verranno esaminati gli attori coinvolti nelle operazioni di Venture Capital. Sarà analizzato il ruolo centrale dell'imprenditore, insieme a diversi altri soggetti, per comprendere come contribuiscano al processo decisionale e allo sviluppo delle startup. L'attenzione sarà rivolta alle dinamiche finanziarie e strategiche, con particolare enfasi sulle interazioni tra i diversi soggetti che compongono l'ecosistema dei fondi di Venture Capital.

3.2.1 L'imprenditore

Il fulcro del panorama aziendale risiede nella figura dell'imprenditore, esso infatti costituisce un elemento centrale per l'intero ecosistema delle startup.

Sebbene alcune imprese possano vantare un singolo fondatore, numerose ne annoverano due, tre o persino più. In diversi casi, i cofondatori distribuiscono equamente le quote di partecipazione, mentre in altri casi tale parità può essere inesistente. Indipendentemente dal numero, ciascuno di essi assume un ruolo cruciale nel processo di concezione e sviluppo dell'impresa.

Il rapporto tra i cofondatori, inizialmente solidamente ancorato, tende a indebolirsi col trascorrere del tempo. Tale dinamica può essere influenzata da svariati fattori, quali le tensioni aziendali, le competenze, le personalità o addirittura i cambiamenti nelle priorità della vita. Nel momento in cui si verifica tale declino, è possibile che uno o più fondatori decidano di abbandonare l'azienda. Tale scelta può avvenire in un contesto di relazioni positive o, al contrario, caratterizzato

da tensioni; gli investitori esperti consapevoli di ciò propenderanno per una preventiva strutturazione contrattuale, delineando in anticipo modalità di gestione di simili situazioni.

La sagacia degli investitori emerge nell'attuare misure atte a tutelare i fondatori l'uno dall'altro, garantendo la continuità operativa dell'azienda anche in seguito all'eventuale uscita di uno o più soci. La previsione di tali eventualità si rivela pertanto un elemento cruciale nella costruzione di fondamenta solide per il successo della startup nel lungo termine.

3.2.2 *Il Fondo di Venture Capital*

I fondi di Venture Capital, si presentano in forme, dimensioni e livelli di esperienza che spaziano ampiamente tra loro. Al vertice di questa gerarchia figura il managing director (“MD”) o general partner (“GP”), titoli che talvolta assumono un carattere ancora più distintivo, come executive managing director o founding general partner, a sottolineare l'antichità e l'autorevolezza in confronto agli altri membri di tale prestigioso consesso. Questi eminenti decision-maker non solo orchestrano le strategie di investimento ma occupano seggi di rilievo nei Consigli di amministrazione delle aziende coinvolte, guidandone le sorti³⁸.

Tuttavia, la denominazione "partner" talvolta ingenera fraintendimenti, poiché molti Venture Capitalist che fregiano il proprio biglietto da visita con tale titolo possono essere figure leggermente più junior, con appellativi quali principali o direttori. Pur impegnati in fasi specifiche del processo di investimento, come ricerca e due diligence, talvolta contribuiscono in modo significativo a diversi aspetti aziendali, tra cui reclutamento, operazioni, vendite e marketing. Nonostante ciò, la loro autorità decisionale non si estende alle decisioni fondamentali di investimento. Alcune società conferiscono il titolo di "partner" a tutti, indipendentemente dal grado di autorità decisionale, alimentando una strategia volta a confondere il cliente, creando l'illusione di una consulenza da parte di figure di spicco.

I principali, o direttori, costituiscono il prossimo gradino della scala gerarchica. Anche se rivestono ruoli di rilievo, la conclusione delle transazioni richiede quasi sempre il supporto di un managing director, consolidando il loro ruolo di figura di transizione verso la posizione apicale.

Oltre a questi, gli associati e gli analisti emergono come elementi vitali nel tessuto di queste realtà finanziarie. Gli associati, spesso giovani professionisti, alcuni provenienti dall'esperienza di analisti, si dedicano all'analisi e alla ricerca, fornendo un sostegno fondamentale al processo decisionale del fondo di Venture Capital. Gli analisti, freschi ingressi nell'azienda, apportano il loro contributo mediante la fornitura di dati e analisi sulle aziende target. Pur non detenendo la

³⁸ Feld, B., & Mendelson, J. (2019). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. John Wiley & Sons p. 29

prerogativa decisionale finale, associati e analisti contribuiscono in modo sostanziale al processo di apprendimento aziendale, avanzando attraverso le gerarchie della società di Venture Capital. La dinamica tra questi ruoli si configura come un mosaico mutevole, variegato da peculiarità specifiche che caratterizzano ogni singola entità aziendale del settore.

3.2.3 L' "Angel Investor"

Oltre alla consueta presenza nelle società di Venture Capital di managing director e partner dei più disparati livelli il pubblico degli investitori può vantare la partecipazione di figure di spicco, noti sotto il titolo di "Angel Investors" o investitori angelo. Questi soggetti si configurano frequentemente come una risorsa di fondamentale importanza nella fase embrionale delle start-up, contribuendo in modo decisivo all'accelerazione del loro sviluppo. Gli "Angel Investors" possono manifestarsi sotto diverse forme: investitori professionali, imprenditori di successo, oppure amici e membri della famiglia che, con il loro contributo, svolgono un ruolo cruciale nello sbocciare di nuove realtà aziendali.

Molti Venture Capitalist ritengono benefico il coinvolgimento congiunto di questi soggetti e spesso promuovono attivamente la partecipazione di questi ultimi nelle fasi iniziali della vita di un'azienda. La loro propensione ad investire abbraccia diverse fasi temporali, tuttavia, è comune osservare una concentrazione dei loro sforzi nei primi round di finanziamento, con una minore partecipazione in fasi successive. È interessante notare che, sebbene gli "Angel Investors" siano comunemente individui ad alto reddito, ciò non costituisce una regola fissa. Gli "Angel Investors" particolarmente attivi sono noti come "Super Angel Investors". Tipicamente, essi sono imprenditori esperti, già protagonisti di successi pregressi, che hanno scelto di reinvestire le proprie risorse finanziarie in nuove startup. Con il crescere del numero di investimenti effettuati, i "Super Angel Investors" spesso optano per la raccolta di capitali da parte di amici, altri imprenditori o istituzioni finanziarie. In tale contesto, assumono la figura di un fondo, assimilabile ad un fondo di Venture Capital, noto come "Micro Venture Capital".

Tuttavia, è cruciale sottolineare che, analogamente a fondatori e VC, non esiste un archetipo standard per gli investitori angelo. Classificarli come un unico gruppo potrebbe rivelarsi superficiale, in quanto ognuno di loro è guidato da incentivi, pressioni, esperienze e livelli di sofisticazione unici. Pertanto, è essenziale evitare generalizzazioni e trattare ciascun "Angel Investor" con la dovuta considerazione delle sue specifiche caratteristiche.

3.2.4 Il Sindacato

Sebbene alcuni Venture Capitalist operino in maniera autonoma nella selezione degli investimenti, molti preferiscono aggregarsi in sindacati insieme ad altre società di Venture Capital, formando così un consorzio d'investimento. La nozione di "sindacato" abbraccia un gruppo eterogeneo di partecipanti, prevalentemente costituito da società di Venture Capital della stessa categoria. Tale consorzio, può in realtà accogliere ogni genere di investitore, che sia esso una società di Venture Capital, un Angel Investor, un Super Angel Investor, un investitore strategico, un'azienda, uno studio legale o qualsivoglia entità che acquisti azioni durante una fase di finanziamento.

All'interno del sindacato, è frequente individuare un investitore principale, di solito un Venture Capital finanziatore di riferimento. Talvolta, due Venture Capital possono co-dirigere il sindacato, e in casi più rari, si può assistere anche a una leadership tripartita. La presenza di un finanziatore nel ruolo di investitore principale semplifica spesso le trattative per gli imprenditori. In luogo di negoziare separatamente con ogni investitore, il leader del sindacato assume spesso il ruolo di negoziatore per l'intero gruppo, facilitando il processo di concertazione.

Indipendentemente dalla figura dell'investitore principale o dalla configurazione specifica del sindacato, ricade sulle spalle degli imprenditori la responsabilità di mantenere un canale comunicativo aperto con ciascun partecipante al sindacato. Va sottolineato che, specialmente nei round di finanziamento caratterizzati da un ampio numero di finanziatori, la gestione della comunicazione richiede particolare attenzione.

Negli ultimi anni, ha preso piede l'idea di un "party round", caratterizzato da numerosi investitori che effettuano contributi relativamente modesti nelle prime fasi. Nonostante possa inizialmente apparire allettante vantare l'appoggio di numerosi nomi di rilievo in un comunicato stampa, gli imprenditori si ritrovano talvolta ad attirare scarsa attenzione da parte di ciascun investitore, considerando i loro contributi limitati rispetto alle somme solitamente impegnate dai VC. Questa situazione, quando le aziende si rivolgono al successivo round di finanziamento, può tradursi nella peggiore delle circostanze: numerosi VC tra gli investitori, ma nessuno di essi coinvolto in modo sostanziale.

3.2.5 Il Mentore

Ogni imprenditore dovrebbe cercare di accedere a un prezioso pool di mentori esperti, figure che possono rivelarsi di incommensurabile valore in qualsiasi contesto di finanziamento, specialmente se possiedono una conoscenza approfondita degli attori coinvolti nel mondo del Venture Capital.

La scelta di utilizzare il termine "mentori" anziché "consulenti" è volutamente mirata, poiché quest'ultimo spesso suggerisce la presenza di un accordo compensativo con l'azienda. Risulta atipico, soprattutto nelle fasi iniziali, che un'impresa stipuli un accordo retributivo con un consulente in relazione a un finanziamento. Tuttavia, è importante sottolineare che esistono consulenti che potrebbero approfittare degli imprenditori, presentandosi con l'offerta di assistenza nella raccolta di fondi e poi richiedendo una compensazione, spesso in percentuale rispetto all'importo dell'operazione. Vi sono anche casi in cui consulenti audaci richiedono un incarico ufficiale prima di offrire il loro aiuto.

D'altro canto, i mentori si distinguono per il loro genuino desiderio di assistere gli imprenditori, soprattutto in fase iniziale, motivati dal fatto che qualcuno ha fatto altrettanto per loro in passato. Molte volte, i mentori diventano investitori angelo iniziali o ricevono delle quote per far parte del Consiglio di amministrazione o del consiglio consultivo, ma raramente chiedono compensazioni anticipate. La maggior parte dei mentori di successo intraprende tale ruolo per vera passione e apprezzamento, e quando questo è il motore principale, spesso si sviluppano relazioni importanti e durature.

3.2.6 I Legali

Gli avvocati svolgono un ruolo di rilievo nelle complesse dinamiche delle trattative finanziarie, rappresentando un elemento critico per il successo di tali operazioni. La scelta di un avvocato competente o di uno studio legale può influenzare significativamente l'esito del negoziato, mentre una selezione meno accurata può portare a conseguenze indesiderate.

Per un imprenditore, la collaborazione con un avvocato esperto, specializzato nelle intricate transazioni finanziarie con i Venture Capital, assume un'importanza incommensurabile. Mentre i VC sono coinvolti in investimenti su base continua, gli imprenditori affrontano il processo di raccolta fondi in maniera più sporadica. Anche per imprenditori esperti, esiste sempre il rischio di trascurare dettagli che un VC ha già valutato in molteplici occasioni.

L'apporto di un avvocato di alto livello non si limita alla mera fase di negoziazione; esso si estende alla capacità di concentrare l'attenzione dell'imprenditore su aspetti di reale rilevanza. Nonostante i VC possano dedicare tempo a negoziare dettagli apparentemente secondari, la probabilità che questi diventino effettivamente rilevanti è spesso limitata. Tale dinamica è intrinseca alle trattative, caratterizzate da discussioni su questioni di minore importanza, talvolta per ragioni di poco conto, ma spesso utilizzate come tattica negoziale per distogliere l'attenzione dal nucleo della questione. I VC sono maestri in questa strategia, e un avvocato competente può svolgere un ruolo

cruciale nel prevenire che gli imprenditori cada nelle trappole di questo processo.

Al contrario, un avvocato inesperto o poco preparato nelle transazioni finanziarie con i VC può provocare danni considerevoli. Oltre a risultare sconfitto nella trattativa, un avvocato non adeguatamente preparato potrebbe concentrarsi su aspetti secondari, contendere questioni di scarsa rilevanza e aumentare le spese su entrambi i fronti. Quando gli imprenditori sono chiamati a selezionare un avvocato, è essenziale evitare scelte superficiali e optare per un professionista competente nel settore.

La figura dell'avvocato non è soltanto un ausilio tecnico nelle trattative; essa riflette la professionalità dell'imprenditore. La reputazione all'interno dell'ecosistema delle startup è di vitale importanza, e un avvocato poco competente potrebbe comprometterla. Al termine delle trattative, l'imprenditore diventa partner dei suoi investitori; pertanto, è di fondamentale importanza evitare la presenza di un avvocato non adeguatamente competente o poco abile che possa generare tensioni inutili nella trattativa finanziaria, tensioni che potrebbero protrarsi anche dopo che l'imprenditore diventa socio degli investitori. Se l'imprenditore è egli stesso un avvocato, è consigliabile riflettere attentamente prima di adottare comportamenti irragionevoli nei confronti di un futuro membro del consiglio della società che rappresenta. Sebbene l'avvocato sia tenuto a proteggere gli interessi dell'azienda durante la trattativa attuale, è altrettanto importante considerare che l'investitore con cui si sta negoziando diventerà un futuro proprietario dell'azienda. Pertanto, è essenziale adottare un approccio riflessivo e giocare un gioco a più turni, considerando che il futuro investitore potrebbe avere altre connessioni professionali e potrebbe spingere per un cambio dopo il finanziamento se ritiene che l'avvocato sia un negoziatore irrazionale o poco utile.

3.2.7 Le Banche di Investimento

Le banche di investimento vengono coinvolte raramente nelle fasi iniziali di finanziamento, ma possono diventare protagoniste nelle fasi successive qualora la raccolta ecceda i \$50 milioni o più di capitale.

Generalmente, se una società alle prime fasi di sviluppo coinvolge una banca di investimenti per assistere nella raccolta di fondi è perché non ha avuto successo nel tentativo di raccogliere fondi in maniera autonoma e spera che la banca possa aiutarli in un ultimo tentativo.

Le banche di investimento spesso intervengono nelle fasi successive di finanziamento, specialmente in operazioni rivolte a investitori strategici o non tradizionali come nel caso di ingresso di una società di Private Equity.

3.3 I ROUND DI INVESTIMENTO

Esistono diverse tipologie di società di Venture Capital. Comprendere le diverse categorie di società aiuterà a individuare quelle più adatte durante la fase di raccolta fondi.

La maggior parte delle società si definisce in base alla fase di finanziamento in cui investono. Alcuni esempi delle lettere legate alle varie fasi di finanziamento sono: Serie A, Serie B, Serie B Prime, Serie G, Serie Seed e persino Serie Pre-Seed. Oltre a queste vi sono anche ad esempio la Serie B-2 o Serie D-3.

Il capitale di rischio è infatti caratterizzato da cicli di finanziamento in continua evoluzione in base al periodo che l'azienda sta vivendo.

Non esiste una definizione legale per la denominazione dei round, la prassi vede però l'utilizzo delle lettere. In passato, il round Serie A era il primo finanziamento, il Serie B il successivo, e il Serie C il round ancora successivo. Dopo il Serie C, veniva spesso il Serie D e così via.

Ad un certo punto, gli investitori che effettuavano investimenti in fasi molto iniziali, chiamati anche round di seed, hanno deciso che doveva nascere una nuova nomenclatura per indicare le fasi di finanziamento antecedenti alle Serie A, così si è cominciato a chiamarli "Serie Seed".

Molte delle società che prima si consideravano investitori Serie A (o primo round) stavano lasciando a queste nuove società gli investimenti nelle fasi iniziali del ciclo di vita delle imprese. Quindi, il vecchio Serie A è diventato il Serie Seed e il vecchio Serie B ha cominciato a chiamarsi Serie A. Oggi, spesso, si sentire parlare persino di "Pre-Seed Round", che rappresentano semplicemente uno sforzo per etichettare un round precedente a quello di seed.

Sebbene l'etichettatura dei round possa essere complicata, ciò che è importante è che esiste un linguaggio per discutere di quanto una società sia iniziale o avanzata nella propria evoluzione. Questo è cruciale nella determinazione del VC più adatto. In generale, Pre-Seed, Seed e Serie A sono aziende in fase iniziale, Serie B, C e D sono aziende di medio livello, mentre Serie E o successive rappresentano aziende in uno stadio di sviluppo avanzato. Tuttavia, le linee sono spesso sfumate³⁹.

³⁹ Pearce, R., & Barnes, S. (2006). *Raising Venture Capital*. John Wiley & Sons p. 219

3.4 COME I FONDI DI VENTURE CAPITAL RACCOLGONO DENARO

La raccolta di capitali per un fondo di Venture Capital (VC) rappresenta un processo intricato, fondamentale per la solidità e il successo del fondo stesso. Questa fase richiede una serie di attività altamente dettagliate, ciascuna pensata per coinvolgere diversi attori e garantire la creazione di un fondo finanziario robusto. Nella trattazione seguente, verranno esplorate con maggiore profondità le tappe coinvolte nel processo di raccolta di capitali, evidenziando i dettagli chiave che caratterizzano questa fase critica.

La prima fase è caratterizzata dalla definizione della *strategia d'investimento*, una fase in cui il fondatore del VC si impegna nell'analisi approfondita dei settori di interesse, delle fasi di sviluppo aziendale target e delle geografie in cui si prevede di operare. Questa analisi, condotta con una precisione chirurgica, sottolinea l'unicità dell'approccio del fondo al mercato e fornisce le basi per una narrativa di investimento convincente.

Il *piano di raccolta fondi* è una tappa successiva altamente strategica che comporta la determinazione della dimensione target del fondo. Questa decisione si basa su un'analisi accurata delle esigenze operative della strategia d'investimento, tenendo conto delle risorse finanziarie necessarie per attuare con successo la missione del fondo. Dettagli quali i tempi previsti per la raccolta, la struttura delle commissioni e gli obiettivi finanziari diventano essenziali in questa fase.

La *fase di coinvolgimento degli investitori* è particolarmente intricata e richiede un approccio personalizzato. Il VC si rivolge a una vasta gamma di investitori, tra cui istituzioni finanziarie, individui ad alto reddito e family office. Gli incontri con gli stessi investitori, o "Pitch Meetings", diventano delle occasioni strategiche in cui il VC presenta con precisione la visione, la strategia e le potenzialità di rendimento del fondo.

La *gestione attiva degli investitori* continua durante l'intero periodo di raccolta fondi, con una comunicazione regolare volta a consolidare la fiducia e a offrire aggiornamenti chiari sulla performance passata del fondo, la strategia in corso e le prospettive future. La trasparenza diventa quindi un elemento chiave per mantenere un dialogo aperto e costruttivo con gli investitori.

La *chiusura ufficiale del fondo*, quando il VC ha ottenuto impegni finanziari sufficienti per raggiungere la dimensione target, diventa il culmine di un processo lungamente pianificato. In questa fase, il VC può procedere con la chiamata di capitale, richiedendo agli investitori di versare i fondi impegnati per avviare gli investimenti previsti.

In conclusione, la raccolta di capitali per un fondo di VC è un processo altamente dettagliato che richiede una precisione strategica in ogni fase. Dalla definizione della strategia all'interazione con una diversificata base di investitori, ogni passo è mirato a creare un fondamento finanziario robusto,

permettendo al VC di perseguire con successo la sua missione di investimento in aziende in crescita e opportunità di innovazione⁴⁰.

3.5 LE FONTI DI REDDITIVITÀ DI UN FONDO DI VENTURE CAPITAL

Esaminata la struttura tipica di un fondo di Venture Capital, si procederà ora a esplorare la remunerazione dei VC. Le dinamiche retributive di un fondo specifico tendono a esercitare un'influenza significativa sul comportamento del VC sia nelle fasi iniziali della vita dell'azienda che in periodi successivi, quando l'impresa sta ottenendo successo o sta affrontando sfide e necessità di raccolta di ulteriori capitali.

3.5.1 Commissioni di Gestione

I compensi dei VC provengono dalle commissioni di gestione dei loro fondi. La commissione di gestione è una percentuale (tipicamente tra l'1,5% e il 2,5%)⁴¹ dell'importo totale impegnato in un fondo. Queste commissioni vengono prelevate annualmente (pagate trimestralmente o semestralmente) e servono a finanziare le operazioni della società di Venture Capital, compresi tutti gli stipendi dei partner investitori e del loro staff. Ad esempio, se una società di Venture Capital raccoglie un fondo da \$100 milioni con una commissione di gestione del 2%, ogni anno la società riceverà \$2 milioni in commissioni di gestione. Anche se può sembrare una somma considerevole, va a coprire tutti i costi della società di Venture Capital, inclusi dipendenti, partner, associati, affitto, spostamenti per incontrare imprenditori ecc.

La percentuale è generalmente inversamente proporzionale alla dimensione del fondo; più piccolo è il fondo, maggiore è la percentuale, ma la maggior parte dei fondi si stabilizza intorno al 2%. C'è una leggera sfumatura, ossia la commissione pagata durante e dopo il periodo di impegno, o il periodo in cui il fondo può effettuare nuovi investimenti, di solito i primi cinque anni. Questa commissione, solitamente tra il 2% e il 2,5%, inizia a diminuire dopo la fine del periodo di impegno. La formula varia ampiamente, ma nella maggior parte delle società, la commissione totale media su un periodo di 10 anni è di circa il 15% del capitale impegnato. Quindi, nel nostro esempio di un fondo da \$100 milioni, il fondo tipico avrà \$15 milioni di commissioni di gestione per gestire le sue operazioni e pagare il proprio personale.

È da sottolineare che la maggior parte delle società di Venture Capital raccoglie più fondi. La

⁴⁰ Feld, B., & Mendelson, J. (2019b). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. John Wiley & Sons. p. 50

⁴¹ Zalman, E. J., & Neumann, J. (2023). *Founder Vs. Investor: The Honest Truth about Venture Capital from Startup to IPO*. HarperCollins Leadership. p. 146

società media raccoglie un nuovo fondo ogni tre o quattro anni, ma alcune società raccolgono fondi più frequentemente, mentre altre hanno diversi fondi contemporaneamente. In questi casi, le commissioni si accumulano. Se una società raccoglie un fondo ogni tre anni, avrà una nuova commissione di gestione che si aggiunge alla vecchia commissione di gestione. Stimando che la commissione di gestione è approssimativamente l'2% del capitale impegnato totale tra tutti i fondi, se il Fondo 1 è un fondo da \$100 milioni e il Fondo 2 è un fondo da \$200 milioni, la commissione di gestione sarà di circa \$6 milioni annuali (\$2 milioni per il Fondo 1 e \$4 milioni per il Fondo 2).

Anche se le società di Venture Capital tendono ad aumentare il numero di dipendenti (partner e personale) man mano che raccolgono nuovi fondi, questo non è sempre il caso dei dipendenti più "junior", spesso infatti il loro numero non cresce in proporzione diretta all'aumento delle commissioni di gestione. Di conseguenza, i partner senior della società di Venture Capital (o quelli con il titolo di managing director) vedono aumentare la loro retribuzione di base con ogni fondo aggiuntivo. Le dinamiche variano ampiamente da società a società, ma è lecito presumere che all'aumentare del capitale gestito aumentino anche le commissioni e, di conseguenza, gli stipendi di alcuni managing director.

La società di Venture Capital riceve la commissione di gestione indipendentemente dal suo successo negli investimenti. Nel lungo termine, l'unica conseguenza del successo degli investimenti sulla commissione è la capacità della società di raccogliere ulteriori fondi. Se la società non genera rendimenti positivi significativi, nel tempo avrà difficoltà a raccogliere ulteriori fondi. Tuttavia, questo non è un fenomeno immediato, poiché gli accordi di commissione per ogni fondo sono garantiti per 10 anni.

3.5.2 Carried Interest

Sebbene le commissioni di gestione possano avere un impatto significativo, in un contesto di investimento redditizio, il "Carried Interest" rappresenta il vero guadagno per un Venture Capitalist, superando notevolmente le commissioni di gestione. Il "Carried Interest" è il profitto ottenuto dai VC dopo aver restituito il capitale agli investitori.

Nel caso di un fondo da \$100 milioni, i VC ricevono il "Carried Interest" dopo aver restituito \$100 milioni agli investitori. La maggior parte dei VC riceve il 20% dei profitti, ma in alcuni casi, fondi più consolidati possono arrivare al 30%.

Supponendo che un fondo di Venture Capital di \$100 milioni abbia generato un rendimento totale di \$300 milioni, la restituzione avverrà come segue: i primi \$100 milioni saranno restituiti agli investitori iniziali. Il profitto residuo di \$200 milioni sarà così suddiviso:

- 80% destinato agli investitori
- 20% alla società di Venture Capital (VC).

La società di VC riceverà quindi il 20% di \$200 milioni, equivalente a \$40 milioni, come "Carried Interest". Gli investitori riceveranno l'80% rimanente, ovvero \$160 milioni. La distribuzione finale dei proventi ammonta quindi a \$40 milioni per la società di VC e \$160 milioni per gli investitori.

Le commissioni di gestione, che in questo esempio ammontano a \$15 milioni, possono essere reinvestite dai VC fino al raggiungimento dell'importo totale del fondo di \$100 milioni. Questo può essere visto come un anticipo sul "Carried Interest" e offre ai VC l'opportunità di impiegare l'intero importo del fondo, migliorando il rendimento complessivo.

È importante sottolineare che si sta discutendo della società di Venture Capital nel suo complesso, non dei singoli managing director o professionisti degli investimenti. Gli interessi dei VC possono variare in base alle scelte di investimento e alla suddivisione del "Carried Interest", con i partner senior che spesso ottengono una quota più elevata rispetto ai partner più giovani.

In conclusione, mentre il "Carried Interest" può portare notevoli guadagni, è essenziale considerare i rischi associati, inclusi i potenziali recuperi in situazioni di performance del fondo al di sotto delle aspettative.

3.5.3 Rimborso Spese

I rimborsi spese rappresentano una componente importante nella struttura retributiva dei fondi di Venture Capital. In questo contesto, i Venture Capitalist ricevono compensazioni aggiuntive per le spese sostenute durante il processo di investimento e la gestione delle partecipazioni in startup. Questi rimborsi possono coprire una gamma di costi operativi, tra cui viaggi, incontri di business, analisi di mercato e altre spese connesse alle attività di investimento.

La pratica dei rimborsi spese serve a garantire che i VC possano svolgere le loro funzioni in modo efficiente e professionale, facilitando al contempo un ambiente operativo adeguato. Mentre le commissioni di gestione sono fisse, i rimborsi spese possono variare in base alle necessità e agli imprevisti che possono emergere durante il ciclo di vita di un investimento.

La trasparenza nella gestione dei rimborsi spese è fondamentale per instaurare e mantenere la fiducia degli investitori. Le società di Venture Capital devono dimostrare una pratica diligente e responsabile nell'allocazione di tali rimborsi, garantendo che riflettano accuratamente le spese effettive sostenute nell'interesse dell'investimento e della crescita delle startup. Inoltre, un'appropriata governance finanziaria nei confronti dei rimborsi spese contribuisce a consolidare la

reputazione e l'integrità delle società di VC nel settore degli investimenti.

3.6 LA STRUTTURA DI UN DEAL

Nei paragrafi successivi, verranno esaminati due aspetti cruciali nella struttura di una transazione. Si affronterà l'importanza del prezzo nelle acquisizioni, analizzando la complessità della determinazione del prezzo effettivo e le considerazioni pratiche legate alla LOI⁴². Si porrà l'attenzione sulla struttura degli accordi, confrontando Asset Deals e Stock Deals, esplorando le preferenze di venditori e acquirenti, ed evidenziando le implicazioni fiscali. Si concluderà sottolineando l'importanza della comprensione di queste opzioni durante le trattative per garantire accordi equi e vantaggiosi.

3.6.1 Il Prezzo

Nella complessa procedura di determinazione del prezzo per un investimento di un fondo di Venture Capital, ogni aspetto richiede un'analisi approfondita per garantire una valutazione accurata della startup target. Gli investitori, nell'esaminare la startup, vanno oltre i tradizionali indicatori finanziari, dedicandosi a uno scrutinio dettagliato anche del team di gestione.

Questa valutazione comprende non solo le *competenze tecniche*, ma anche la *coesione del team* e la *capacità di adattamento*. La visione strategica, insieme alle previsioni future, costituisce un elemento fondamentale di questa valutazione approfondita.

L'analisi si estende altresì alla *fase di sviluppo della startup*, con una valutazione dettagliata delle tappe fondamentali raggiunte. Nel caso delle imprese in fase iniziale, la solidità del modello di business e la validità della proposta di valore vengono scrutate attentamente. Per le aziende in fase di crescita, la valutazione si focalizza sulla penetrazione di mercato e la sostenibilità della crescita.

L'ambiente settoriale e le tendenze di mercato richiedono un approfondimento delle dinamiche competitive, delle barriere all'entrata e delle minacce potenziali.

L'analisi delle performance passate non si limita ai numeri finanziari, ma si estende alle decisioni strategiche, all'efficacia delle strategie implementate e alla capacità di apprendimento da esperienze pregresse.

La *valutazione della concorrenza* non si limita all'identificazione degli attori del settore, ma comprende un'analisi dettagliata delle strategie competitive adottate, delle differenziazioni di prodotto e delle minacce emergenti.

⁴² La Letter of Intent (LOI) è un documento preliminare utilizzato nelle trattative commerciali e negli accordi di acquisizione per delineare i principali termini e condizioni dell'intesa tra le parti coinvolte

La *struttura del capitale* diventa un punto cruciale, richiedendo una valutazione attenta delle implicazioni a lungo termine sulla diluizione, sulla governance e sulla protezione degli investitori.

Le *aspettative di uscita* non sono mere previsioni, bensì una valutazione profonda delle possibilità di exit dall'azienda, dalle liquidazioni alle IPO, considerando potenziali acquirenti e le condizioni del mercato.

La *fase di negoziazione* non si traduce solamente in un accordo finanziario, ma richiede una gestione minuziosa delle clausole contrattuali, sostenuta da una comprensione approfondita delle dinamiche di potere e delle reciproche aspettative.

La determinazione del prezzo emerge così come un processo complesso che richiede un livello straordinario di approfondimento su ogni aspetto. Solo un'analisi dettagliata può garantire una valutazione equa, posta su basi solide che assicurino il successo a lungo termine sia della startup che degli investitori coinvolti.

3.6.2 *Struttura: Asset Deals vs Stock Deals*

Mentre il prezzo è solitamente la prima questione che si pone alla mente di ogni venditore, la struttura dovrebbe costituire la seconda considerazione. In questa fase, verranno presi in considerazione i due tipi principali di transazioni, ovvero asset deal e stock deal.

Asset Deal: in un asset deal, l'acquirente mira a procurarsi specifici beni e passività della società target. Questi possono includere beni tangibili, come proprietà, impianti e attrezzature, oltre a beni immateriali quali brevetti e contratti con i clienti. Un elemento distintivo è che l'acquirente ha il controllo sulla selezione di quali passività assumere e quali no. Di solito, l'entità legale della società target rimane intatta, e l'acquirente può optare per la creazione di una nuova entità per incorporare gli asset acquisiti. Tuttavia, non mancano sfide, come la necessità di ottenere consensi e approvazioni da terze parti, la rinegoziazione di contratti e l'eventuale doppia tassazione per il venditore in caso di distribuzione dei proventi agli azionisti.

Stock Deal: in alternativa, uno stock deal coinvolge l'acquisizione delle azioni o quote della società target. In questo caso, l'acquirente assume la proprietà dell'intera entità legale, compresi tutti gli asset, passività, obblighi e contratti. Ciò implica una transizione più diretta e meno complessa in termini di trasferimento di titoli e permessi.

In generale, tutti i venditori desiderano concludere stock deal, mentre tutti gli acquirenti preferiscono optare per asset deal. È da sottolineare che gli asset deal diventano più popolari in periodi economici incerti, poiché gli acquirenti cercano di evitare problemi con i creditori ed eventuali responsabilità. Si sono visti relativamente pochi asset deal alla fine degli anni '90, ma nei

primi anni 2000 sono diventati molto più comuni; tuttavia, entro il 2018, gli asset deal erano divenuti nuovamente rari e solo in situazioni di crisi.

Il problema fondamentale degli asset deal è che l'azienda non è effettivamente stata venduta, alcuni asset sono usciti dall'azienda (e ora sono di proprietà dell'acquirente), ma rimane comunque una società "vuota" con contratti, passività, potenziali dipendenti e moduli fiscali da compilare. Anche se l'azienda è relativamente in salute, potrebbero passare diversi anni (a seconda delle questioni fiscali, della struttura del capitale e delle preoccupazioni giurisdizionali) per poter chiudere l'azienda. Durante questo periodo, gli amministratori e i direttori dell'azienda ne sono ancora responsabili, e l'azienda presuppone di avere pochi asset per operare poiché sono stati ceduti all'acquirente. Nel caso di uno stock deal, l'acquirente sta acquistando l'intera azienda. Una volta chiusa l'operazione, l'azienda del venditore scompare.

Perché dunque si dovrebbe preferire un asset deal rispetto ad uno stock deal? Nella stragrande maggioranza dei casi le transazioni prendono la forma di stock deals; tuttavia, la struttura dell'accordo è strettamente legata alle questioni fiscali circostanti un affare. Una volta che si inizia a cercare di ottimizzare la struttura e le tasse, si finisce per definire il tipo di considerazione (stock o asset) che il venditore può ricevere.

È fondamentale comprendere che queste variabili sono interconnesse e, nella maggior parte dei casi, hanno un impatto diretto sul prezzo, che resta, in definitiva, la principale preoccupazione del venditore.

La decisione tra Asset Deal e Stock Deal è una delle scelte fondamentali durante le trattative di acquisizione. La comprensione approfondita delle implicazioni, delle complessità legali e delle considerazioni fiscali è essenziale per guidare le parti coinvolte verso un accordo equo e vantaggioso.

Figure 15 - Differenze tra “Asset Deals” e “Stock Deals”

Caratteristica	Asset Deal	Stock Deal
Oggetto di Acquisto	Specifici beni e passività della società	Azioni o quote della società (l'intera entità legale)
Controllo Delle Passività	L'acquirente può selezionare le passività da assumere	L'acquirente assume tutte le passività esistenti
Complessità Contrattuale	Richiede la negoziazione e il trasferimento di singoli asset	Trasferimento diretto delle azioni o quote, meno complessità contrattuale
Continuità Operativa	Può richiedere la creazione di una nuova entità	Continuità operativa all'interno della stessa entità legale
Consensi e Approvazioni	Potrebbe richiedere consensi e approvazioni per singoli asset	Processo di approvazione più diretto, coinvolge gli azionisti
Gestione delle Passività	Controllo maggiore, può evitare passività indesiderate	Assume tutte le passività, incluse quelle sconosciute
Benefici Fiscali	Possibili benefici nella distribuzione del prezzo di acquisto	Varia in base alle normative fiscali locali e struttura dell'operazione
Tempistiche	Spesso richiede più tempo per la trasferimento di singoli asset	Solitamente una transizione più rapida

Fonte: Rielaborazioni Personali

3.7 PROBLEMI POSSIBILI NEI VARI ROUND DI INVESTIMENTO

Nei vari round di investimento, si delineano diverse sfide che richiedono una particolare attenzione. La valutazione dell'azienda può diventare una questione complessa, con potenziali divergenze tra gli investitori riguardo al reale valore del business. Ulteriori complicazioni possono sorgere nella definizione di clausole contrattuali cruciali, come quelle relative alla liquidazione preferenziale e ai diritti di partecipazione. L'introduzione di nuovi investitori potrebbe generare tensioni tra gli azionisti esistenti, potenzialmente dando vita a conflitti di interessi da risolvere. La gestione delle aspettative e la comunicazione efficace diventano fattori critici, in quanto i cambiamenti nei round di investimento possono influenzare il morale e la fiducia all'interno della società. Affrontare con prontezza e sagacia queste sfide è fondamentale per garantire una conduzione ottimale del processo di investimento e favorire una crescita sostenibile dell'azienda.

3.7.1 “Seed Deals”

Gli accordi “Seed”, sebbene caratterizzati da costi legali minimi e da negoziazioni di solito meno conflittuali, presentano spesso il terreno più fertile per potenziali errori. Disattenzioni nei primi

round di investimento seguiranno l'azienda per l'intero ciclo di vita, ciò che sembrava un affare troppo vantaggioso per l'imprenditore potrebbe rivelarsi dannoso nel lungo periodo.

Qual è l'inconveniente di ottenere condizioni eccezionali? Se non è possibile supportarle con performance al momento del successivo round di finanziamento, potrebbe risultare difficile gestire il rapporto con gli investitori originali. Ad esempio, se si raggiunge una valutazione significativamente superiore alla situazione attuale dell'azienda, ma il round successivo non registra un aumento di valutazione, si rischia di diluire gli azionisti iniziali, coloro che hanno assunto un rischio significativo nel finanziamento "seed". È possibile che si debba rimediare o, addirittura, che essi votino per bloccare il nuovo finanziamento. Questa situazione è particolarmente delicata nel caso di investitori "seed" non particolarmente esperti che presumono che il prezzo del prossimo round sia destinato ad aumentare.

Inoltre, il numero e il tipo di investitori coinvolti nei primi round possono avere impatti a lungo termine. Se, ad esempio, si sta raccogliendo un finanziamento "seed" di \$1 milione, la scelta tra un "venture capitalist" disposto a investire \$750,000 e un sindacato di "Angel Investor" che contribuisce per i rimanenti \$250,000 risulta spesso la più favorevole. In questa situazione, si ha un investitore principale ben definito, impegnato a supportare l'azienda. Al contrario, un "party round" in cui diversi "venture capitalist" partecipano senza un chiaro leader potrebbe comportare una minore attenzione e coinvolgimento. Nella peggiore delle ipotesi, essi valuteranno il progresso solo quando gran parte del finanziamento sarà stato utilizzato, con potenziali conseguenze per il round successivo.

3.7.2 "Early Stage Deals"

Nelle trattative iniziali, così come nei negoziati per i primi investimenti, la creazione di precedenti assume un ruolo cruciale. Le condizioni concordate nel primo round guidato da un "venture capitalist" avranno un'impronta che si estenderà a tutti i futuri finanziamenti.

Un elemento che può rivelarsi un problema persistente nei round successivi è la cosiddetta "Liquidation Preference"⁴³ (preferenza di liquidazione). Sebbene inizialmente possa sembrare un dettaglio, specialmente considerando che la maggior parte dei round alle prime fasi non coinvolge cifre considerevoli, è cruciale sottolineare che, nel caso di progetti volti a raccogliere capitali più consistenti in futuro, tali caratteristiche di partecipazione possono drasticamente ridurre i

⁴³ La "liquidation preference" (preferenza di liquidazione) è una clausola contrattuale comune negli accordi di finanziamento di startup e società private. Questa clausola fornisce agli investitori una certa priorità nel ricevere i proventi in caso di liquidazione dell'azienda, cioè nel caso in cui l'azienda venga venduta o liquidata. La liquidation preference è progettata per proteggere gli investitori in caso di esito negativo, assicurando che abbiano la precedenza nel recupero del proprio capitale investito prima che altri azionisti ricevano distribuzioni

rendimenti per gli azionisti comuni (non in possesso di tale clausola).

Un'altra clausola a cui dedicare particolare attenzione nelle fasi iniziali è rappresentata dalle "Protective Provisions"⁴⁴ (disposizioni protettive). Si suggerisce di cercare di combinare tali disposizioni in modo che tutti gli azionisti preferenziali, indipendentemente dalla serie, votino in modo unitario su di esse. Nel caso, al secondo round di finanziamento, si verifichi una suddivisione delle votazioni, una per ciascuna classe, relative alle "Protective Provisions", è probabile che ci si ritrovi vincolati a una struttura che conferisce a ciascuna serie di azioni un voto separato e, di conseguenza, diritti di blocco distinti. Gestire questa situazione può rivelarsi estremamente complicato quando sono presenti più investitori principali in vari round, ognuno con le proprie motivazioni da gestire.

Questa dinamica è influenzata dal numero di differenti round che ci si prevede di effettuare. Se ci si aspetta di realizzare solo due o tre round, la sincronizzazione tra di essi potrebbe non rivestire particolare importanza. Tuttavia, nel caso di progetti che prevedano più di tre round, allineare il maggior numero possibile di termini tra tutte le classi di azionisti preferenziali semplificherà notevolmente il processo decisionale, evitando lunghe e complesse trattative multilaterali per ogni decisione che coinvolga gli azionisti preferenziali. Tuttavia, è essenziale riconoscere che molti imprenditori mostrano un ottimismo eccessivo riguardo al numero effettivo di round di finanziamento necessari per far decollare la propria start-up.

3.7.3 “*Mid and Late-Stage Deals*”

Nei round successivi, la composizione del Consiglio di amministrazione e il controllo sulle votazioni diventano elementi cruciali. Le sfide iniziali relative al controllo dei voti si intensificano quando si affronta il dilemma di mantenere il controllo del Consiglio di amministrazione, con gli investitori principali di ciascun round desiderosi di un seggio. L'opzione di aumentare il numero di membri del consiglio, spesso porta a un dominio degli investitori. Se questi ultimi si comportassero correttamente, ciò potrebbe non rappresentare un problema; tuttavia, gestire una notevole presenza di partecipanti alle riunioni del consiglio diventa un problema inevitabile. Non esiste una risposta ottimale in questa situazione, in genere, si finirà per concedere un seggio nel consiglio a ogni investitore principale di ogni round, a meno che non si sia diligentemente affrontata questa eventualità sin dall'inizio. Se trascurata, la dimensione del consiglio può espandersi nei round successivi, portando, in molti casi, alla perdita del controllo da parte dei fondatori.

⁴⁴ Le "Protective Provisions" (disposizioni protettive) sono clausole contrattuali presenti negli accordi di finanziamento, spesso negoziati tra gli investitori e le startup. Queste disposizioni sono progettate per garantire agli investitori una voce nelle decisioni strategiche e operative dell'azienda, proteggendo i loro interessi e salvaguardando i loro investimenti. In genere, le protective provisions forniscono agli investitori il diritto di veto su determinate decisioni aziendali importanti

Anche la valutazione inizia a rappresentare un fattore complicante nei round più avanzati. Mentre l'istinto naturale di ogni imprenditore è massimizzare la valutazione ad ogni stadio di finanziamento, il compromesso tra un accordo semplice con una valutazione più bassa rispetto a un accordo più complicato, con eccessivo controllo e caratteristiche economiche complesse può trasformare ciò che sembra un affare eccezionale per l'imprenditore in una situazione di difficile gestione.

Analogamente alle questioni riscontrate nei “seed deals”, ci sono stati casi in cui gli accordi sono stati troppo vantaggiosi, costringendo i “venture capitalist” a pretendere un prezzo di uscita elevato. Ciò ha avuto l'effetto netto di far sì che, raccogliendo fondi a una valutazione così elevata, gli imprenditori abbiano rinunciato alla possibilità di vendere l'azienda a un prezzo che avrebbero considerato soddisfacente, a causa delle intrinseche ambizioni di creazione di valutazione dei “venture capitalist” che hanno pagato un prezzo così alto. Il fascino per gli "unicorni" negli ultimi anni ha acuito questa situazione, poiché gli investitori richiedono più strutturazione, generando significative divergenze di risultato tra investitori delle fasi iniziali e tardive (obbiettivi di investimento differenti tra le società di VC che partecipano ai diversi round di investimento).

Vi è un altro fattore da considerare per gli accordi nelle fasi intermedie e avanzate.

Nelle fasi iniziali, è possibile raccogliere fondi con un team competente e un'idea brillante; nelle fasi più avanzate, i fogli di calcolo e i dati finanziari correlati sono ciò che determina il potenziale successo o fallimento nel raccogliere fondi in un round di finanziamento.

CAPITOLO IV- EQUITY CROWDFUNDING

4.1 CHE COS'È L'EQUITY CROWDFUNDING

L'Equity Crowdfunding viene così definito dalla Commissione Europea:

*“Equity Crowdfunding consists of selling a stake in your business to a number of investors in return for investment. The existence of equity funding is well established, with Private Equity, Venture Capital and angel investing long playing a role in developing companies. The main difference between Equity Crowdfunding and these traditional models is that, rather than establishing a one-to-one relationship, it is offered to a wide range of potential investors, some of whom may also be current or future customers. Equity Crowdfunding does this by matching companies with would-be angels via an internet-based platform.”*⁴⁵

Il crowdfunding rappresenta una forma di microfinanza attraverso la quale gli imprenditori raccolgono fondi per le proprie aziende. Tipicamente, consiste in contributi finanziari relativamente piccoli da parte di numerosi individui attraverso canali online, senza l'intermediazione degli intermediari finanziari tradizionali.

Spesso, le campagne di crowdfunding sono promosse su piattaforme online che facilitano le connessioni tra i promotori (cioè, gli imprenditori) e i fornitori di fondi (cioè, gli investitori)⁴⁶.

Oggi, il crowdfunding è un'alternativa popolare ai sistemi di finanziamento tradizionali per la raccolta di fondi nelle fasi iniziali delle operazioni aziendali.

Nelle campagne di crowdfunding, i finanziatori svolgono ruoli multipli; possono essere considerati co-investitori, co-fondatori, co-creatori e co-produttori di nuove proposte di mercato. Finora, la letteratura ha identificato quattro principali tipi di crowdfunding: “Donations-Based”, “Rewards-Based”, “Lending and Equity Crowdfunding”⁴⁷.

Le campagne basate su donazioni e ricompense sono forme di crowdfunding non finanziario in cui i finanziatori non si aspettano un ritorno o ricevono una ricompensa tipicamente non monetaria, mentre il Lending e l'Equity Crowdfunding rappresentano opportunità di investimento che portano a ritorni finanziari per i finanziatori.

⁴⁵ *Equity Crowdfunding*. Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs. https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/guide-crowdfunding/different-types-crowdfunding/equity-crowdfunding_en

⁴⁶ Lagazio, C., & Querci, F. (2018). Exploring the multi-sided nature of crowdfunding campaign success. *Journal of Business Research*, 90, 318–324. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.05.031>

⁴⁷ *Crowdfunding*. EconBiz. <https://www.econbiz.de/Record/crowdfunding-kuti-m%C3%B3nika/10010939002>

4.2 EQUITY CROWDFUNDING E INNOVAZIONE

La scelta di optare per l'Equity Crowdfunding porta con sé una serie di vantaggi strategici per gli imprenditori.

In primo luogo, si basa su piattaforme online, questo riduce notevolmente le risorse necessarie per la ricerca di investitori.

In secondo luogo, consente di stabilire il limite massimo all'emissione di equity per proteggere la proprietà e il controllo.

In terzo luogo, apre la strada alla vendita di equity (azioni) al grande pubblico, anziché concentrare tali quote nelle mani di pochi grandi attori.

L'Equity Crowdfunding sembra fornire vantaggi strategici agli imprenditori e alle loro aziende, soprattutto nel facilitare la ricerca di investitori, proteggere la proprietà, aumentarne il controllo, e consentire di accedere a un ampio pool di risorse, conoscenze e reti.⁴⁸ Offre opportunità per raccogliere preziosi feedback nelle fasi iniziali dell'azienda al fine di migliorare prodotti, processi, business model, permettendole di ottimizzare l'operatività e di avvicinarsi al miglior prodotto/servizio da offrire al proprio target di clienti. Inoltre, l'aumentata esposizione pubblica dei progetti imprenditoriali aiuta le imprese in crescita a sviluppare un vero e proprio mercato attraverso processi iterativi di perfezionamento delle idee.

Nelle fasi iniziali di un'attività, l'apertura del paradigma aziendale alla conoscenza esterna compensa la relativa scarsità di risorse e capacità della nuova impresa. Inoltre, un processo di innovazione aperto favorisce miglioramenti nella conoscenza di prodotto, strategia e mercato.

Quando le idee imprenditoriali vengono presentate ad un gran numero di potenziali investitori, vi è un importante aumento della consapevolezza degli imprenditori stessi sul reale potenziale delle loro idee e permette così di aumentare le possibilità di sopravvivenza e crescita della loro attività.⁴⁹

In questa prospettiva, le campagne di crowdfunding inducono benefici diretti e indiretti per gli imprenditori attraverso l'attivazione di circoli virtuosi. In particolare, catturano gli stakeholder aumentando il loro coinvolgimento nei processi di sviluppo e generano risonanza intorno a un'idea imprenditoriale per raggiungere un pubblico più ampio di potenziali investitori e consumatori, facilitando l'accesso a fonti aggiuntive di finanziamenti e ricavi.

L'evidenza empirica⁵⁰, ad oggi, ha dimostrato che gli imprenditori che lanciano campagne di

⁴⁸ Ahlers, G. K., Cumming, D. J., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955–980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>

⁴⁹ Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A. (2017). Crowd Equity Investors: an underutilized asset for open innovation in startups. *California Management Review*, 60(2), 43–70. <https://doi.org/10.1177/0008125617738260>

⁵⁰ Wald, A., Holmesland, M., & Efrat, K. (2019). It is not all about money: obtaining additional benefits through Equity

Equity Crowdfunding godono di diversi benefici, tra quelli di carattere interno vi è l'acquisizione di conoscenze e competenze attraverso interazioni continue con gli investitori, l'attuazione di strategie più efficaci, l'accesso a nuovi potenziali investitori, tra i benefici esterni vi sono le opportunità di costruzione della rete che circonda l'azienda e l'esposizione mediatica.

È quindi importante sottolineare che le pratiche di Equity Crowdfunding non sono finalizzate esclusivamente all'accesso ai fondi, ma anche allo sviluppo dell'immagine del marchio, al guadagno di conoscenze esterne da un pubblico esperto, alla costruzione di basi di consumatori fedeli e al potenziamento della sopravvivenza e del successo aziendale.

In un nuovo filone di ricerca, gli studiosi hanno notato che i benefici legati alle campagne di Equity Crowdfunding sono strettamente correlati all'innovazione, poiché le interazioni costanti tra imprenditori e finanziatori genera spesso autostima reciproca e favoriscono la creazione di ambienti che favoriscono il processo di innovazione basato sull'apprendimento e sulla collaborazione tra vari attori.

Nell'analisi di Alalwan⁵¹ su 500 imprenditori, è emerso che il coinvolgimento imprenditoriale nelle attività di Equity Crowdfunding potenzia l'acquisizione di conoscenze e l'innovatività aziendale.

Stanko e Henard⁵² sostengono che i finanziatori sono fonti vitali di innovazione derivante dall'esterno, poiché sono i principali attori nella creazione di conoscenza attraverso interazioni continue con gli imprenditori. In questa prospettiva, le pratiche di Equity Crowdfunding possono essere concepite come innovazioni che favoriscono la creatività degli imprenditori⁵³; combinano aspetti dell'intermediazione finanziaria tradizionale con approcci collaborativi in modo che l'ammontare dei fondi raccolti diventi una testimonianza pubblica della qualità e della potenziale profittabilità dell'idea in modo da attrarre ulteriori investitori. Diversamente dagli investitori professionali, i finanziatori delle campagne di Equity Crowdfunding sono coinvolti in diverse attività operative che richiedono il loro ruolo attivo nello sviluppo di un'idea imprenditoriale e nella fornitura delle loro conoscenze di mercato⁵⁴, in qualità di nuovi azionisti, i finanziatori possono esercitare influenze notevoli sulla traiettoria di innovazione dell'impresa.

Crowdfunding. *The Journal of Entrepreneurship*, 28(2), 270–294. <https://doi.org/10.1177/0971355719851899>

⁵¹ Alalwan, A. A., Baabdullah, A. M., Mahfod, J. O., Jones, P., Sharma, A., & Dwivedi, Y. K. (2022). Entrepreneurial e-Equity Crowdfunding platforms: antecedents of knowledge acquisition and innovation performance. *European Journal of Innovation Management*. <https://doi.org/10.1108/ejim-03-2022-0167>

⁵² Stanko, M. A., & Henard, D. H. (2017). Toward a better understanding of crowdfunding, openness and the consequences for innovation. *Research Policy*, 46(4), 784–798. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.02.003>

⁵³ Testa, S., Nielsen, K. R., Bogers, M., & Cincotti, S. (2019). The role of crowdfunding in moving towards a sustainable society. *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 66–73. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.12.011>

⁵⁴ Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A. (2017b). Crowd Equity Investors: an underutilized asset for open innovation in startups. *California Management Review*, 60(2), 43–70. <https://doi.org/10.1177/0008125617738260>

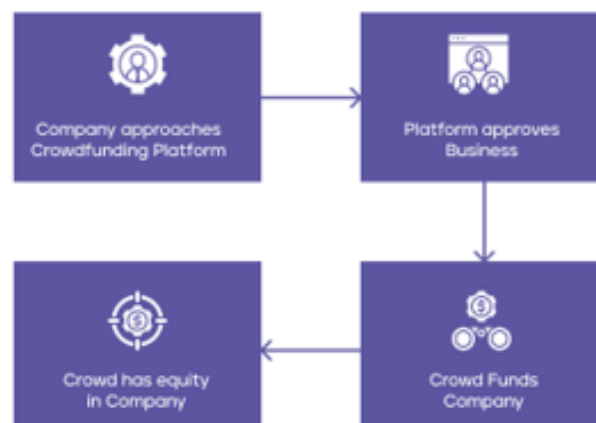
Per quanto riguarda la relazione tra pratiche di crowdfunding e innovazione, diversi studiosi ci forniscono preziose intuizioni. Ad esempio, Gamble e altri ricercatori⁵⁵ hanno osservato che le pratiche di crowdfunding influenzano le innovazioni nel modello di business, mentre altri, tra cui Di Pietro⁵⁶ hanno notato che hanno un impatto diretto e positivo sull'innovazione di R&S, sui prodotti e sui processi. Inoltre, gli studiosi hanno evidenziato che le pratiche di crowdfunding influenzano anche le innovazioni organizzative.

Stanko e Henard⁵⁷ hanno dimostrato che le pratiche di crowdfunding preparano il terreno per innovazioni radicali all'interno dell'impresa, come emerge dalla loro analisi empirica delle campagne finanziate su Kickstarter, coinvolgendo i consumatori nei processi di sviluppo delle idee.

In questa prospettiva, gli studiosi hanno osservato che le pratiche di Equity Crowdfunding favoriscono l'innovazione aziendale e il successo di nuovi prodotti sul mercato, poiché consentono agli investitori di incorporare le proprie preferenze nello sviluppo della nuova idea imprenditoriale fungendo da catalizzatori per attivare attività innovative all'interno dell'impresa.

Non solo questa incorporazione delle preferenze del pubblico stimola l'innovazione, ma è positivamente correlata alle performance finanziarie dell'impresa.

Figure 16 - Come funziona l'Equity Crowdfunding



Fonte: [Marquee Equity](#)

⁵⁵ Gamble, J. R., Brennan, M., & McAdam, R. (2017). A rewarding experience? Exploring how crowdfunding is affecting music industry business models. *Journal of Business Research*, 70, 25–36. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.07.009>

⁵⁶ Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A. (2017c). Crowd Equity Investors: an underutilized asset for open innovation in startups. *California Management Review*, 60(2), 43–70. <https://doi.org/10.1177/0008125617738260>

⁵⁷ Stanko, M. A., & Henard, D. H. (2017b). Toward a better understanding of crowdfunding, openness and the consequences for innovation. *Research Policy*, 46(4), 784–798. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.02.003>

4.3 CORRELAZIONE TRA INNOVAZIONE E PERFORMANCE

L'innovazione può verificarsi nei processi, nei prodotti, nelle tecnologie, nei modelli di business, nelle piattaforme e nei metodi.

Più specificamente, "un'innovazione consiste in determinate conoscenze tecniche su come fare le cose meglio rispetto allo stato dell'arte esistente"⁵⁸. Pertanto, per ottenere risultati innovativi, le aziende devono sviluppare capacità tecnologiche avanzate. A loro volta, le capacità tecnologiche si originano da spese in R&S, beni immateriali, laboratori, istruzione, reti e capacità di imitazione.

In sintesi, l'innovazione è un fenomeno complesso, e la sua natura multidimensionale rende difficile catturare l'innovazione. Le misure generalmente accettate dell'innovazione si basano su spese in R&S, su un numero di brevetti o processi brevettabili e su prodotti. L'innovazione costituisce un elemento determinante delle strategie aziendali poiché stimola processi di produzione più produttivi e migliori performance finanziarie, contribuendo alla creazione di reputazioni positive tra i consumatori.

La scelta dell'Equity Crowdfunding è correlata all'innovazione in sé. Infatti, questa fonte alternativa di finanziamento è considerata un'innovazione radicale, che differisce notevolmente dai sistemi di finanziamento tradizionali. Poiché le campagne di Equity Crowdfunding espandono le fasi di generazione di idee e di feedback esterni, svolgono un ruolo importante nel determinare l'innovatività dell'azienda.

Da questa prospettiva, questa metodologia di finanziamento può essere definita una soluzione per far emergere progetti innovativi che altrimenti non sarebbero stati finanziati; inoltre, la letteratura esistente svela i meccanismi che legano le campagne di Equity Crowdfunding ai risultati innovativi ottenuti dalle imprese finanziate. Questa metodologia di raccolta di capitali può infatti esercitare un'influenza diretta sul processo di innovazione, facendo sì che la folla si unisca agli imprenditori negli sforzi innovativi.

Ad esempio, gli investitori possono suggerire nuove idee nello sviluppo del prodotto per soddisfare le esigenze di un pubblico più ampio. Per questo motivo, il crowdfunding è spesso associato al crowdsourcing, coinvolgendo la folla nel processo di innovazione⁵⁹. In effetti, la sintesi di crowdfunding e crowdsourcing presenta un'opportunità per nuovi paradigmi di innovazione.

Questa sintesi collega la conoscenza dell'imprenditore con l'esperienza e le competenze di un pubblico molto ampio.

⁵⁸ Teece, D. J. (1986). Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy. *Research Policy*, 15(6), 285–305. [https://doi.org/10.1016/0048-7333\(86\)90027-2](https://doi.org/10.1016/0048-7333(86)90027-2)

⁵⁹ Schwenbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1699183>

I punti di debolezza dei progetti imprenditoriali vengono esposti alla folla e migliorati attraverso una moltitudine di punti di vista. Questo paradigma consente alla folla di posizionarsi in un luogo in cui può migliorare i mezzi con cui gli imprenditori sviluppano nuove proposte di mercato. Pertanto, le campagne di Equity Crowdfunding forniscono diversi benefici non finanziari che possono potenzialmente contribuire sia all'innovazione che alle performance finanziarie.

Diversi autori forniscono argomenti sulla relazione positiva e forte tra crowdfunding di equity e risultati innovativi; tuttavia, questa connessione è poco esplorata nella ricerca empirica.

4.4 EQUITY CROWDFUNDING VS PEER-TO-PEER LENDING

L'Equity Crowdfunding e il peer-to-peer lending rappresentano due modalità di raccolta fondi innovative che coinvolgono una molteplicità di investitori, sebbene differiscano sostanzialmente nella loro essenza, negli obiettivi e nei risultati finanziari.

L'Equity Crowdfunding si distingue per la vendita di quote di proprietà di un'azienda a un variegato gruppo di investitori. In questa dinamica, gli investitori diventano azionisti e partecipano ai profitti e alla crescita del valore delle azioni aziendali nel tempo. La sua finalità primaria è sostenere lo sviluppo a lungo termine dell'azienda, promuovendo spesso un coinvolgimento attivo degli investitori nelle decisioni strategiche e nei processi decisionali dell'azienda.

Al contrario, il peer-to-peer lending si concentra sulla concessione di finanziamenti attraverso prestiti diretti. In questo modello, gli investitori assumono il ruolo di prestatori, erogando denaro a individui o imprese e ottenendo in cambio interessi sugli importi prestati. A differenza dell'Equity Crowdfunding, il ritorno finanziario nel peer-to-peer lending è prevalentemente correlato agli interessi e alla restituzione del capitale prestato, senza implicare un coinvolgimento diretto nella crescita a lungo termine o nelle decisioni operative dell'azienda.

La distinzione tra questi due modelli va oltre la semplice differenza nella natura degli investimenti. Mentre l'Equity Crowdfunding si rivolge all'acquisizione di una parte della proprietà e al contributo allo sviluppo strategico dell'azienda nel tempo, il peer-to-peer lending si focalizza sulla generazione di rendimenti finanziari a breve termine, con un coinvolgimento meno diretto nell'entità beneficiaria dei finanziamenti.

Entrambi i modelli, pur offrendo opportunità di investimento diversificate, soddisfano esigenze specifiche di investitori e imprese. L'Equity Crowdfunding incarna una partecipazione più diretta e duratura, promuovendo il coinvolgimento attivo nella crescita dell'azienda. In contrasto, il peer-to-peer lending offre rendimenti finanziari più immediati e una minore complessità di coinvolgimento, rendendolo attraente per chi cerca una prospettiva di investimento più orientata al breve termine.

Figure 17 - Equity Crowdfunding vs P2P Lending

Aspetto	Equity Crowdfunding	Peer-to-Peer (P2P) Lending
Natura dell'Investimento	Gli investitori ottengono una quota di proprietà (equity) nell'azienda.	Gli investitori prestano denaro a individui o aziende.
Ritorni	I ritorni si basano sul successo e sui profitti dell'azienda.	I ritorni derivano dai pagamenti degli interessi sul prestito.
Rischio	Rischio maggiore poiché gli investitori sono soggetti al successo o al fallimento dell'azienda.	Rischio inferiore poiché i ritorni sono legati ai pagamenti del prestito.
Proprietà	Gli investitori diventano azionisti con diritti di voto.	Gli investitori sono prestatori e non acquisiscono la proprietà dell'azienda.
Scopo	Tipicamente utilizzato da startup e piccole imprese per ottenere capitale.	Utilizzato per prestiti personali, prestiti aziendali o altri scopi.
Influenza sull'Azienda	Gli investitori possono influenzare le decisioni aziendali.	I prestatori non hanno un'influenza diretta sulle decisioni aziendali.
Regolamentazione	Soggetto a regolamentazioni sui titoli e può comportare processi legali complessi.	Governato da regolamentazioni sui prestiti, che possono essere meno complesse.
Potenziale di Profitto	Potenziale per alti rendimenti se l'azienda ha successo.	Potenziale limitato al pagamento degli interessi.
Base di Investitori	Ampia gamma di investitori, inclusi individui e istituzioni.	Prestatori individuali costituiscono la base degli investitori.
Investitori Tipo	Individui, investitori angelo e istituzioni.	Individui alla ricerca di opportunità di investimento.
Durata Investimento	Investimento a lungo termine, legato al successo dell'azienda.	Prestiti generalmente a breve termine con periodi di rimborso fissi.
Strategia di Uscita	Gli investitori possono vendere la loro quota se l'azienda viene venduta o se viene quotata in Borsa.	Il rimborso del prestito con interessi serve come strategia di uscita.
Trasparenza	Gli investitori possono vedere informazioni finanziarie e piani aziendali.	Meno trasparente poiché i mutuatari potrebbero non divulgare piani dettagliati.
Uso dei Fondi	Il finanziamento è per la crescita aziendale, lo sviluppo o progetti specifici.	I mutuatari possono utilizzare i fondi per vari scopi personali o aziendali.
Fase di Mercato	Spesso utilizzato da startup alle prime fasi o aziende in cerca di espansione.	Utilizzato da individui o aziende a diverse fasi e per diversi scopi.
Collaterale	Tipicamente non è richiesto alcun collaterale.	Potrebbe essere richiesto un collaterale, a seconda della piattaforma utilizzata.
Impatto in Caso di Mancato Pagamento	Se l'azienda fallisse, gli investitori potrebbero perdere l'intero investimento.	I mancati pagamenti influenzano i rendimenti del prestatore ma non comportano la perdita di proprietà.

Aspetto	Equity Crowdfunding	Peer-to-Peer (P2P) Lending
Commissioni	Le piattaforme possono addebitare una percentuale dei fondi raccolti e/o una quota fissa.	Le piattaforme di solito addebitano commissioni basate sugli interessi pagati dai mutuatari.
Impatto culturale	Favorisce l'imprenditorialità e l'innovazione fornendo capitale alle startup.	Fornisce opzioni di prestito alternative al di fuori delle banche tradizionali.
Esempi	Kickstarter, SeedInvest, Crowdcube.	LendingClub, Prosper, Funding Circle.

Fonte: Rielaborazioni Personali

4.5 EQUITY CROWDFUNDING VS IPOs

L'analisi ha inizio con l'esame degli attori coinvolti, con una distinzione tra emittenti, investitori e intermediari. Mentre le offerte pubbliche sono troppo costose per la maggior parte degli imprenditori, l'Equity Crowdfunding è aperto alle società non quotate nei settori tradizionali. Tuttavia, i modelli di business non dovrebbero essere eccessivamente complessi, poiché gli investitori hanno bassi incentivi e capacità per eseguire una due diligence approfondita.

Esistono differenze significative nel grado di intermediazione tra l'Equity Crowdfunding e i mercati tradizionali. Le operazioni di Private Equity coinvolgono sia finanziamenti disintermediati, come gli “Angel Investor”, sia finanziamenti intermediati, come i Venture Capital.

Mentre il finanziamento attraverso il Venture Capital e degli “Angel Investor” è limitato a un piccolo gruppo di investitori, l'Equity Crowdfunding consente agli emittenti di pubblicizzare direttamente i loro titoli al grande pubblico di piccoli investitori. La comprensione del loro comportamento è di interesse, poiché sono centrali per il funzionamento di questo tipo di mercato e probabilmente differiscono dagli investitori tradizionali nelle prime fasi.

Nelle IPO, il denaro viene investito direttamente dagli investitori, con le borse impegnate in una rigorosa due diligence⁶⁰.

Anche nell'Equity Crowdfunding, il denaro viene investito direttamente dagli investitori, tuttavia, le informazioni sull'investimento sono facilmente e direttamente disponibili online sul sito della piattaforma, compresi video e piani aziendali completi. Tali documenti, tuttavia, non sono sottoposti a verifica da parte di agenzie nazionali e sono soggetti a una due diligence più leggera rispetto ai prospetti di IPO. Il livello di regolamentazione e protezione degli investitori nell'Equity Crowdfunding è un argomento di forte interesse per i decisori politici e gli accademici. Hornuf e

⁶⁰ Link, A. N., Van Hasselt, M., & Vismara, S. (2020). Going public with public money. *Small Business Economics*, 57(3), 1419–1426. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00355-7>

Schwienbacher⁶¹ sostengono che una protezione troppo forte degli investitori nell'Equity Crowdfunding può danneggiare le piccole imprese e le iniziative imprenditoriali, contrariamente alla visione tradizionale "diritto e finanza" che vede una maggiore protezione degli investitori come positiva.

Sia nelle IPO che nell'Equity Crowdfunding, gli investitori considerano il segnale fornito dagli investitori precedenti, specialmente se sono investitori istituzionali.

Nelle IPO, gli investitori tardivi modificano le proprie valutazioni osservando il comportamento degli investitori precoci⁶². Questo spiega perché le IPO risultano tipicamente in sovra-sottoscrizione o sotto-sottoscrizione, con pochissimi casi intermedi. Lo stesso accade nell'Equity Crowdfunding.

Ci sono, tuttavia, alcune differenze rilevanti tra i due contesti. Mentre le informazioni disponibili nelle IPO riguardo alle offerte precedenti sono limitate alla distinzione tra investitori istituzionali e retail, le piattaforme di crowdfunding spesso ne rivelano di più, compresi i nomi degli investitori in ciascuna offerta. Vismara⁶³ utilizza queste informazioni dettagliate per documentare che gli investitori istituzionali aumentano l'attrattiva dell'offerta immediatamente tra gli investitori precoci, che a loro volta attirano investitori tardivi.

⁶¹ Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2017). Should securities regulation promote Equity Crowdfunding? *Small Business Economics*, 49(3), 579–593. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9839-9>

⁶² Aggarwal, R., Prabhala, N., & Puri, M. (2002). Institutional allocation in initial public offerings: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(3), 1421–1442. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00465>

⁶³ Vismara, S. (2018). Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(3), 467–497. <https://doi.org/10.1111/etap.12261>

Figure 18 - IPO vs Equity Crowdfunding

Aspetto	IPO	Equity Crowdfunding
Emittenti	Le offerte pubbliche sono troppo costose per la maggior parte degli imprenditori	Aperte a imprese non pubbliche I modelli di business non dovrebbero essere eccessivamente complessi poiché gli investitori hanno incentivi e capacità limitate per effettuare una due diligence approfondita
Investitori	Investitori accreditati e non accreditati	Investitori accreditati e non accreditati possono partecipare, anche se con limiti di investimento
Intermediari	Finanza disintermedia con denaro investito direttamente dagli investitori Le borse effettuano un'approfondita due diligence I documenti sono vagliati dalle agenzie nazionali (ad esempio, la SEC negli Stati Uniti)	Finanza disintermedia con denaro investito direttamente dagli investitori Informazioni sull'investimento disponibili online sul sito web della piattaforma
Mercato Primario	Offerte pubbliche	Offerte pubbliche
Mercato Secondario	Offerte pubbliche	Offerte private (nuove opportunità per scambi secondari solo con investitori precedenti)
Selezione	Due diligence eseguita dalle borse	La due diligence e la selezione sono effettuate dalle piattaforme di Equity Crowdfunding
Trattamento	Requisiti di quotazione da rispettare costantemente da parte delle borse Vigilanza da parte delle agenzie nazionali	Le piattaforme in una struttura di nomine detengono il potere di voto Monitoraggio a nome degli investitori di crowdfunding
Offerta di Capitali	Protezione degli investitori ottenuta attraverso due diligence, elevati livelli di divulgazione delle informazioni, responsabilità legale	Regolamentazione lasca; Costi di conformità e barriere all'ingresso molto inferiori rispetto alle offerte pubbliche Nessuna protezione per gli investitori
Domanda di Capitali	La raccolta di capitale è costosa a causa dei costi fissi diretti di conformità e dei costi indiretti di divulgazione	"Success fee" da pagare alle piattaforme di Equity Crowdfunding

Fonte: Rielaborazioni Personali

CONCLUSIONI

La presente tesi ha fornito una panoramica approfondita dei settori del Private Equity, del Venture Capital e dell'Equity Crowdfunding, analizzando il contesto globale e italiano. Attraverso l'analisi delle differenze e delle somiglianze tra queste forme di investimento, sono emersi obiettivi distinti, un orientamento su dimensioni aziendali differenti e una varietà di intervalli temporali d'investimento.

Nel contesto del Private Equity, l'approfondimento della definizione, del business model e delle strategie di creazione di valore ha svelato una dinamica intricata tra la gestione attiva delle società acquisite, le operazioni di “Leveraged Buy-Out” e gli sforzi per massimizzare i rendimenti attraverso l'utilizzo del debito e le strategie di ingegneria finanziaria. L'analisi delle commissioni di gestione, del “Carried Interest” e delle commissioni a carico delle imprese acquisite hanno fornito un'immagine chiara di come i fondi generano la propria redditività, rafforzando la comprensione della loro struttura finanziaria.

Il Venture Capital, esplorato nei suoi molteplici aspetti, ha rivelato un ecosistema ricco di attori, ciascuno con un ruolo specifico nel processo di finanziamento e sviluppo delle imprese emergenti. L'approfondimento delle diverse fasi di finanziamento, dai “Seed Deals” agli “Early Stage Deals” e oltre, ha messo in luce le sfide e le opportunità uniche che caratterizzano ciascuna fase.

L'Equity Crowdfunding, infine, è emersa come una forma di finanziamento cruciale nell'innovazione finanziaria, presentando una correlazione profonda tra il finanziamento partecipativo e l'innovazione. L'analisi delle differenze con il peer-to-peer lending e le implicazioni rispetto alle IPO ha contribuito a delineare il suo ruolo unico nel panorama finanziario contemporaneo.

In sintesi, questa ricerca non solo ha evidenziato le caratteristiche distintive di ciascuna forma di investimento, ma ha anche messo in luce le interconnessioni tra di esse. L'approfondimento di questi temi è cruciale per gli attori coinvolti, poiché offre una prospettiva più completa e consapevole delle dinamiche finanziarie e aziendali. La comprensione dettagliata di Private Equity, Venture Capital ed Equity Crowdfunding è essenziale per guidare decisioni informate e sviluppare strategie resilienti in un contesto finanziario in continua evoluzione. Questo studio fornisce una base solida e stimolante per ulteriori esplorazioni e riflessioni in questo campo dinamico e in continua evoluzione.

BIBLIOGRAFIA

- Aggarwal, R., Prabhala, N., & Puri, M. (2002). *Institutional allocation in initial public offerings: Empirical evidence. The Journal of Finance*
- Ahlers, G. K., Cumming, D. J., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). *Signaling in Equity Crowdfunding. Entrepreneurship Theory and Practice*
- Alalwan, A. A., Baabdullah, A. M., Mahfod, J. O., Jones, P., Sharma, A., & Dwivedi, Y. K. (2022). *Entrepreneurial e-Equity Crowdfunding platforms: antecedents of knowledge acquisition and innovation performance. European Journal of Innovation Management*
- Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). *Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. Choice Reviews Online*
- Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A. (2017). *Crowd Equity Investors: an underutilized asset for open innovation in startups. California Management Review*
- Feld, B., & Mendelson, J. (2019). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist. John Wiley & Sons*
- Gamble, J. R., Brennan, M., & McAdam, R. (2017). *A rewarding experience? Exploring how crowdfunding is affecting music industry business models. Journal of Business Research*
- Gervasoni A, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, V edizione, Guerini Next Editore, Milano, 2015*
- Hornuf, L., & Schwiendbacher, A. (2017). *Should securities regulation promote Equity Crowdfunding? Small Business Economics*
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). *“Leveraged Buy-Outs” and Private Equity. Journal of Economic Perspectives*
- Lagazio, C., & Querci, F. (2018). *Exploring the multi-sided nature of crowdfunding campaign success. Journal of Business Research*
- Link, A. N., Van Hasselt, M., & Vismara, S. (2020). *Going public with public money. Small Business Economics*
- McCutcheon, Z. (2023, April 21). *New EY report – Private Equity fuels job growth, high wages, and small businesses. American Investment Council*

- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *The economics of Private Equity funds*. *The Review of Financial Studies*
- Paglia, J. K., & Harjoto, M. A. (2014). *The effects of Private Equity and Venture Capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses*. *Journal of Banking and Finance*
- Pearce, R., & Barnes, S. (2006). *Raising Venture Capital*. John Wiley & Sons
- Phalippou, L., Rauch, C., & Umler, M. P. (2018). *Private Equity portfolio company fees*. *Journal of Financial Economics*
- Rija M., *Il ruolo del Venture Capital e del Private Equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, FrancoAngeli, Milano, 2012
- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*. *Social Science Research Network*
- Stanko, M. A., & Henard, D. H. (2017). *Toward a better understanding of crowdfunding, openness and the consequences for innovation*. *Research Policy*
- Sørensen, M., Wang, N., & Yang, J. (2014). *Valuing Private Equity*. *The Review of Financial Studies*
- Teece, D. J. (1986). *Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy*. *Research Policy*
- Testa, S., Nielsen, K. R., Bogers, M., & Cincotti, S. (2019). *The role of crowdfunding in moving towards a sustainable society*. *Technological Forecasting and Social Change*
- Thomas H. Allison & Blakley C. Davis & Jeremy C. Short & Justin W. Webb, 2015. "Crowdfunding in a Prosocial Microlending Environment: Examining the Role of Intrinsic versus Extrinsic Cues," *Entrepreneurship Theory and Practice*
- Vismara, S. (2018). *Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding*. *Entrepreneurship Theory and Practice*
- Wald, A., Holmesland, M., & Efrat, K. (2019). *It is not all about money: obtaining additional benefits through Equity Crowdfunding*. *The Journal of Entrepreneurship*

SITOGRAFIA

AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.

<https://www.aifi.it/it/private-equity>

Allegreni, F. (2023, January 22). *La raccolta con Equity Crowdfunding per startup e PMI rallenta nel 2022 (ma cresce rispetto al 2020)* - Crowdfunding Buzz. Crowdfunding Buzz.

<https://www.crowdfundingbuzz.it/la-raccolta-con-equity-crowdfunding-per-startup-e-pmi-rallenta-nel-2022-ma-cresce-rispetto-al-2020/>

Borsa Italiana - Venture Capital - Glossario finanziario - Borsa Italiana.

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

Cerberus said to recoup 90% of Chrysler after sale. (2010, December 21). Bloomberg.com.

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-12-21/cerberus-said-to-recoup-90-of-chrysler-investment-after-sale?embedded-checkout=true>

Clayton, Dubilier & Rice, *The Carlyle Group and Merrill Lynch Global Private Equity to Acquire Hertz from Ford Motor Company for \$15 Billion; New Owners See Significant Growth Opportunities* | Carlyle. (2005, September 11).

<https://www.carlyle.com/media-room/news-release-archive/clayton-dubilier-rice-carlyle-group-and-merrill-lynch>

Crowdfunding. EconBiz.

<https://www.econbiz.de/Record/crowdfunding-kuti-m%C3%B3nika/10010939002>

Dell is now a private company. Dell.

https://www.dell.com/learn/in/en/incorp1/corporate_secure_dellwebpage/acq-dell-silverlake

Digital Capital Raising: market data & analysis | Statista.

Statista. <https://www.statista.com/study/47352/fintech-report-alternative-financing/>

Emma, Q. (2022, March 28). *Blackstone, Carlyle and Hellman & Friedman to Invest in Medline.*

Blackstone. <https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-carlyle-and-hellman-friedman-to-invest-in-medline/>

Equity Crowdfunding. *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs.* https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/guide-crowdfunding/different-types-crowdfunding/equity-crowdfunding_en

Fairchild, G. B., & Toomer, J. (2006). *Urban Brands and TSG Capital Group, LLC.* Social Science Research Network.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.912138>

Global | Dealroom.co. (2023, December 29). Dealroom.co. <https://dealroom.co/guides/global>

Meikle, B., & Meikle, B. (2015, October 25). *Caxton-Iseman Portfolio Co. struggles to stave off default.* Buyouts.

<https://www.buyoutsinsider.com/caxton-iseman-portfolio-co-struggles-to-stave-off-default/>

OECD. *Venture Capital investments.*

©

OECD.

https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST

Preqin | *Alternative Assets Data Solutions and Insights*
<https://www.preqin.com/insights/research/blogs/dry-powder-attempts-to-keep-up-with-pricey-deal-markets>

Raffaella. (2023, March 16). *AIFI: nel 2022 record di Private Equity e Venture Capital (investimenti +61%)* - FundsPeople Italia. FundsPeople Italia. <https://fundspeople.com/it/aifi-nel-2022-record-di-private-equity-e-venture-capital-investimenti-61/>

INDICE DELLE FIGURE

Figure 1 - Asset Gestiti dal Private Equity (2000-2022)	5
Figure 2- Investimenti Mondiali Venture Capital (Quarters).....	6
Figure 3 - Numero di investitori unici (2012-2022).....	6
Figure 4 - Investimenti Crowdfunding (2018-2023).....	7
Figure 5- Evoluzione dell'attività di investimento (2018-2022).....	9
Figure 6 - Evoluzione degli investimenti per origine geografica degli operatori (2021-2022).....	10
Figure 7 - Distribuzione geografica del numero di investimenti realizzati nel 2022	11
Figure 8 - Investimenti (in Mln) derivanti dall'Equity Crowdfunding per anno.....	12
Figure 9 - Investimento medio (in Migliaia) derivanti dall'Equity Crowdfunding per anno	12
Figure 10 - Private Equity vs Venture Capital vs Equity Crowdfunding	19
Figure 11 - Differenze tra aziende quotate in borsa e aziende acquisite da operatori di Private Equity	24
Figure 12 - Struttura di una tipica società di Private Equity.....	26
Figure 13 - Scenari di Investimento	31
Figure 14 - Struttura di una società di Venture Capital	47
Figure 15 - Differenze tra "Asset Deals" e "Stock Deals"	61
Figure 16 - Come funziona l'Equity Crowdfunding	68
Figure 17 - Equity Crowdfunding vs P2P Lending	71
Figure 18 - IPO vs Equity Crowdfunding.....	74