



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

Economia e commercio

**IL VENTURE CAPITAL TRA EUROPA E
STATI UNITI**

**VENTURE CAPITAL IN EUROPE AND
THE UNITED STATES**

Relatore:

Prof. Domenichelli Oscar

Rapporto Finale

Dell'Aquila William

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

- Introduzione

- Capitolo 1: Panoramica del Venture capital
 - 1.1 Cos'è il Venture Capital e chi sono i venture capitalist.
 - 1.2 Il moderno private Equity e il Venture capital. Cenni storici.
 - 1.3 Differenze tra Venture Capital, Business Angel, Super Angel.
 - 1.4 Vantaggi e Svantaggi del Venture Capital.
 - 1.5 Fasi del processo di finanziamento.
 - 1.6 Strategie di uscita.

- Capitolo 2: L'utilizzo del Venture Capital in Europa e negli Stati Uniti, punti comuni e differenze.
 - 2.1 Europa:
 - 2.1.1 Francia
 - 2.1.2 Italia
 - 2.2 Stati Uniti:

- Conclusioni

- Bibliografia

INTRODUZIONE

La tematica sulla quale si basa questo elaborato nasce durante il periodo di stage curriculare. Avendo lavorato a contatto con il mondo delle startup e avendo avuto sottomano alcuni business plan, è stato possibile osservare come le piccole aziende italiane ottengono le risorse necessarie per finanziare il proprio business. Da qui l'idea di approfondire un argomento trattato a lezione come quello del Venture Capital, ovvero una modalità di finanziamento di società nuove o in fase di avvio presente principalmente negli Stati Uniti e in forma più ridotta in Europa. La tesi si articola in due capitoli, il primo decisamente più teorico, il quale va ad introdurre la figura del Venture Capitalist e i meccanismi relativi al processo di finanziamento in generale, mentre il secondo incentrato più su un'analisi delle differenze e dei punti comuni del Venture Capital in Europa e Stati Uniti, sia da un punto di vista organizzativo che da un punto di vista statistico. L'obiettivo del lavoro è stato quello di osservare le differenze per capire il perché in Europa il Venture Capital sia meno sviluppato piuttosto che negli Stati Uniti. La tematica scelta è stata oggetto di numerose trattazioni accademiche e di analisi da parte di enti internazionali, quindi non è stato difficile reperire informazioni che aiutassero a comprendere in modo più esaustivo possibile il perché in Europa questo strumento sia meno utilizzato.

Tuttavia, come si vedrà nella conclusione, non esiste un'unica causa, bensì bisogna andare ad allargare il contesto e considerare un insieme di numerose variabili per comprendere a pieno il perché di questa condizione.

Cap. 1: Panoramica del Venture Capital.

1.1 Cos'è il Venture Capital e chi sono i venture capitalist.

Il Venture Capital o fondo di Venture Capital, traducibile in capitale di ventura, è una forma di investimento focalizzato a finanziare le nuove società, quelle agli esordi, non ancora quotate in Borsa che dunque si portano dietro notevoli potenzialità e, al contempo, diversi rischi.

Questo tipo di imprese hanno un'alta percentuale di fallimento (3 su 4) ma quando hanno successo garantiscono ai loro investitori "exit" che li ripagano abbondantemente anche di quanto hanno perduto nelle imprese fallite¹.

Quindi alla domanda "che cos'è il venture capital?" potremmo rispondere usando la definizione di una forma di finanziamento nei confronti di start up e piccole imprese considerate dotate di un grande potenziale di crescita (e qui inizia a

¹ Pierluigi Casolari, Cos'è il venture capital e come funziona, Startup Business, 2018.

emergere la differenza con il private equity). Per quelle start up che non hanno accesso al mercato, infatti, il Venture Capital diventa una fonte essenziale di introiti. Come è emerso dalle righe precedenti il Venture Capital si presenta come una forma di investimento di medio/lungo periodo. L'investitore decide di puntare su società definite "high growth companies", ossia ad alto potenziale di crescita e sviluppo, nel momento in cui esse sono però ancora agli esordi².

L'obiettivo del Venture Capital è quello di finanziare la società, farla crescere e poi ottenere un guadagno dalla vendita della propria partecipazione o comunque dalla quotazione in Borsa della stessa azienda. Nonostante i rischi per l'investitore siano elevati, le possibilità di guadagno derivanti dal successo della start up sono molto attraenti.

I Venture Capitalist, quindi, sono coloro che forniscono il capitale di avvio. L'apporto di risorse finanziarie, da parte di tali operatori specializzati, avviene sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo. Con il termine Venture Capital ci si riferisce al finanziamento dell'avvio di nuove imprese, mentre il Private Equity

² Cristiana Gagliarducci, Venture Capital: cos'è? Definizione, rischi e opportunità, Money.it, 2020.

comprende le operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale³.

1.2 Il moderno Private Equity e il Venture Capital. Cenni storici.

La fondazione delle prime due società professionali di venture capital risale all'immediato dopoguerra. Nel 1946 Georges Doriot fondò l'American Research and Development Corporation (ARDC) e, assieme a Karl Compton e Ralph Flanders venne creato il primo fondo di 4 milioni di dollari. Il capitale fu raccolto da istituzioni e singoli individui ed investito in compagnie private. Nel 1971, quando Doriot lasciò la società, l'ARDC vantava 150 investimenti in diverse aziende. Doriot è oggi conosciuto come il "padre del venture capitalism"⁴.

Un passo significativo per la crescita del private equity negli Stati Uniti fu lo Small Business Investment Act del 1958, che fornì l'accesso al capitale federale per le imprese di investimento autorizzate, chiamate Small Business Investment Companies (SBICs) e rappresentò uno strumento da anteporre ai fondi di investimento raccolti privatamente. Come risultato, società private pratiche di investimento e aspiranti venture capitalist iniziarono a svilupparsi. Inoltre, venne

³ Italian Trade Agency, Guida sintetica ai Venture Capitalist, p. 3, 2016.

⁴ Wikipedia, History of the private equity.

considerato che favorire le aziende in crescita avrebbe condotto a progressi tecnologici fondamentali per poter competere con l'Unione Sovietica.

Durante gli anni 1960 e 1970, le società di venture capital concentrarono le loro attività di investimento principalmente nelle fasi di avviamento ed espansione delle aziende. Il più delle volte, queste società trassero vantaggio dal successo di innovazioni nel campo della tecnologia medica o dell'elaborazione elettronica dei dati. Di conseguenza, il termine venture capital è oggi associato agli investimenti finanziari di stampo tecnologico.

Nel 1973 venne fondata la National Venture Capital Association (NVCA) e dopo una breve flessione di mercato nell'anno successivo, il capitale raccolto dai venture capitalist nel 1978 raggiunse i 750 milioni di dollari. I fondi di queste società andarono a finanziare aziende rivoluzionarie come Apple, Compaq, Electronic Arts e Federal Express⁵.

Gli anni tra il 1982 e il 1992 sono probabilmente i più strettamente associati al fenomeno delle acquisizioni tramite capitale di prestito rispetto ad ogni altro periodo precedente e successivo. Per la prima volta, l'opinione pubblica venne a conoscenza della capacità di compagnie di private equity di poter influenzare imprese tradizionali e concetti come “corporate raider” e “scalate aziendali”

⁵ Italian Trade Agency, Guida sintetica ai Venture Capitalist, p. 3, 2016.

entrarono nella coscienza collettiva. Il decennio conobbe uno dei più grandi boom di private equity che culminò nel 1989 con l'acquisizione di RjR Nabisco, ricordata come la più grande del genere per i 17 anni successivi. Nel 1980 l'industria del private equity raccolse fondi per 2,4 miliardi di dollari, che lievitarono a 21,9 miliardi nel 1989.

Negli anni '90 le società di investimento si focalizzarono maggiormente sullo sviluppo a lungo termine delle imprese e, nonostante una relativa mancanza di crescita rispetto al decennio precedente, tornarono al centro della scena grazie allo sviluppo dell'era dell'informazione, ai bassi tassi di interesse e al successo delle IPO (offerte pubbliche iniziali) di molte aziende high-tech, tra le quali Google, Yahoo!, e-bay e Amazon.

La bolla tecnologica (dot-com bubble) relativa allo sviluppo del web (1997-2000) e alle aziende a questo correlate, portò ad investimenti irresponsabili. Società di Internet con scarsi profitti vennero quotate in borsa e godettero di significativi aumenti dei propri titoli azionari su base puramente speculativa. Il 10 marzo del 2000, il mercato azionario Nasdaq scese di 83,9 punti e la bolla dot-com iniziò a scoppiare. Nei due anni che seguirono, molti degli investimenti effettuati dai venture capitalist risultarono in perdita⁶.

⁶ CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, Lo scoppio della bolla delle c.d. Dot-com, 2016.

Il periodo che va tra il 2003 e il 2007 é conosciuto come l'era d'oro del private equity.

La diminuzione dei tassi di interesse, la maggiore elasticità degli standard di prestito e le modifiche normative per le società quotate in borsa posero le basi per il più grande boom dalla nascita dei venture capitalist.

Tuttavia, la crisi finanziaria iniziata nel 2007 prosciugò le nuove fonti di capitale e precluse l'accesso alle offerte pubbliche iniziali (IPO), spesso strategie d'uscita degli investitori.

Negli ultimi anni, il carattere sempre più internazionale delle start up ha apportato ulteriore pressione sui venture capitalist, che per questa ragione, necessitano oggi di una strategia globale⁷.

1.3 Differenze tra Venture Capital, Business Angel e Super Angel

Esistono diverse figure di investitori che entrano in gioco nel processo di finanziamento delle società. I primi che si incontrano sono gli Angel, detti anche “Business Angel” o “Angel Investor”, i quali sono singoli investitori spesso attivi nello stadio d'investimento iniziale della startup, chiamato anche “seed stage”. Possono essere investitori professionisti, imprenditori di successo o semplicemente

⁷ Italian Trade Agency, Guida sintetica ai Venture Capitalist, p. 4, 2016.

amici e membri della famiglia.

Di solito sono il ponte tra la fase di auto-finanziamento della startup e quella in cui si necessita una liquidità di cui solo un fondo di Venture Capital può disporre. Il capitale apportato da un Angel varia in media tra i 150.000 € e i 350.000 €.

I venture capitalist a differenza degli Angel dispongono di una più alta capacità di investimento ed entrano in gioco quando l'azienda necessita di capitali sostanziosi che gli angel non sono in grado di garantire. Il capitale apportato dai fondi di Venture Capital in genere tratta cifre che partono da 500.000 € / 1.000.000 € a salire, ed entrano in gioco nella fase chiamata "early stage".

Il Venture Capitalist offre, inoltre, esperienze professionali e competenze tecnico-manageriali, utili per andare a ricoprire un ruolo di controllo che possa condurre l'azienda verso una maturità economico-finanziaria⁸.

I Super Angel invece, sono una figura che può essere collocata a metà strada tra i venture capitalist e gli angel, rappresentano quegli investitori che una volta erano angel ma che hanno fondato piccoli fondi di Venture Capital, entrano in gioco nelle stesse fasi del processo di finanziamento delle startup disponendo di capitali che arrivano fino a 1.000.000 €⁹.

⁸ Cloe Goodshore, What Is the Difference Between an Angel Investor and a Venture Capitalist? 2020

⁹ Tomio Geron, Super Angels Rise to Fore, Wall Street Journal, 2010.

1.4 Vantaggi e svantaggi del Venture Capital

Come in tutte le cose, quando si chiede il supporto del Venture Capital si va incontro ad una serie di potenziali vantaggi e svantaggi.

Vantaggi

I vantaggi più importanti relativi al Venture capital riguardano principalmente le grandi quantità di risorse finanziarie ottenibili (1), le competenze di natura gestionale apportate (2), un network di conoscenze affidabile (3) e la possibilità di essere quotati in borsa attraverso l'IPO (4)¹⁰.

1. I fondi di Venture capital forniscono capitale proprio a lungo termine con il quale si creano le basi per future espansioni. Apportano, inoltre, competenze per quanto riguarda strategie aziendali, operazionali e consigli finanziari.
2. Gli investimenti fatti da un fondo di Venture Capital assicurano un'adeguata "corporate governance" (strumenti, regole, relazioni, processi e sistemi aziendali finalizzati ad una corretta ed efficiente gestione dell'impresa, intesa come sistema di compensazione fra gli interessi - potenzialmente divergenti - dei soci di minoranza, dei soci di controllo e degli amministratori di una società.) sin dallo stadio iniziale della startup.

¹⁰ Bob Zider, How Venture Capital Works, Harvard Business Review, 1998.

3. Viene apportato un considerevole bagaglio di esperienza nel settore interessato, che può rivelarsi utile per competere con i diretti concorrenti. La rete dei contatti del Venture Capitalist può aiutare notevolmente lo sviluppo della startup tramite il supporto di personale specializzato, l'accesso a mercati internazionali, l'introduzione a partner strategici, e, se necessario, il coinvolgimento da parte di altri investitori¹¹.
4. I fondi di Venture Capital sono in grado di preparare l'impresa non quotata ad un'eventuale offerta pubblica iniziale (IPO).

Svantaggi

I principali svantaggi del Venture Capital sono legati alla “perdita della proprietà” (1) e alla “perdita del controllo” (2)¹².

1. Compagnie private che usufruiscono di capitale di rischio potrebbero essere obbligate a cedere una parte del pacchetto azionario all'investitore entrante ridimensionando così la quota appartenente al titolare.
2. I Venture Capitalist sono generalmente interessati a prendere il controllo della società finanziata e a rimpiazzare i dirigenti presenti. Solitamente vengono messi a capo della società manager con esperienza decennale nel

¹¹ Sanjay Bulaki Borad, Advantages and Disadvantages of venture capital, efinance management, 2019.

¹² Dennis Shirshikov, 10 Venture Capital Advantages & Disadvantages, Fit Small Business, 2019.

settore, in grado di poter far crescere la compagnia in tempi più brevi e di accelerare il processo di maturazione del business. Tale azione comporta però una perdita di potere decisionale da parte dell'imprenditore all'interno dei meccanismi della società, il quale si potrebbe ritrovare relegato in una posizione di secondo piano¹³.

1.5 Fasi del processo di finanziamento

Un'azienda in crescita ha necessità e obiettivi diversi a seconda della fase di sviluppo in cui si trova. Per questo motivo sono stati identificati vari stadi di evoluzione della startup e i tipi di investimento connessi ad essa:

1. Pre-seed/Seed-Stage (Early stage)

Rappresenta il primo stadio d'investimento, ed è relativamente modesto rispetto agli altri stage. In genere la società non esiste ancora e si basa solo su un'idea che deve essere sottoposta all'investitore, il quale deve decidere se è realizzabile in termini economico-finanziari.

In questa fase ci si occupa dello sviluppo del prodotto/servizio e della creazione di un business plan. Una società nella fase di seed-stage, solitamente, non ha ancora definito le operazioni commerciali, e rappresenta

¹³ Bob Zider, How Venture Capital Works, Harvard Business Review, 1998.

un'opportunità di business difficile da finanziare, dato che necessita del capitale per l'iniziale ricerca e sviluppo del prodotto (test, progettazione di attrezzature specializzate, indagini ecc...).

Il rischio d'impresa risulta molto elevato (66.2%)¹⁴ data la presenza di numerosi fattori incerti. Il capitale nella maggior parte dei casi viene apportato da familiari, amici, business angels e finanziamenti pubblici (da 100.000 € fino a 1 mln €)¹⁵.

2. Start-up Stage

In questa fase il prodotto/servizio è già stato sviluppato e verificato, sotto forma di prototipo, ma è ancora da verificare la ricettività del mercato. Occorre introdurre management commerciale che si occupi della gestione della società, definire delle strategie di marketing e lanciare il prodotto/servizio¹⁶.

L'azienda necessita di numerose risorse finanziarie (1-5 mln €) per supportare lo sviluppo dell'attività produttiva e delle fasi di vendita, entrano quindi in gioco i fondi di Venture Capital. Il rischio d'impresa risulta in questo caso inferiore rispetto allo stadio precedente (53.0%)¹⁷.

¹⁴ Ruhnka e Young, Journal of business venturing, Some hypotheses about risk in venture capital investing, 1991, vol. 6, pp 115-117.

¹⁵ Le fasi del finanziamento di start-up e chi le finanzia, pmi tutoring, p 1, 2017

¹⁶ Le fasi del finanziamento di start-up e chi le finanzia, pmi tutoring, p 2, 2017

¹⁷ Ruhnka e Young, Journal of business venturing, Some hypotheses about risk in venture capital investing, 1991, vol. 6, pp 117-118.

3. Third Stage (Late Stage)

Il prodotto/servizio è in produzione ed è disponibile in commercio. L'azienda dimostra una significativa crescita delle entrate, cerca di acquisire quote di mercato a discapito dei concorrenti, ed è di solito in attività da più di tre anni. Una caratteristica fondamentale di questa fase è la minimizzazione dei costi, il management della società cerca di raggiungere il prima possibile il cosiddetto “punto di pareggio” o “break-even point”.

Le risorse finanziarie necessarie in questo stadio (5-20 mln €) servono a consolidare e a migliorare la propria posizione all'interno del contesto competitivo. L'investimento apportato dai fondi di Venture Capital viene utilizzato per realizzare operazioni di crescita, ingresso in nuovi mercati e realizzazione di cambiamenti interni che necessitano di ingente capitale¹⁸.

Il rischio relativo a questa fase non è più incentrato sullo sviluppo del prodotto/servizio bensì sulla sua promozione e vendita, e risulta più basso rispetto allo stadio precedente (33.7%)¹⁹.

Sono ancora i fondi Venture capital insieme ai fondi di Private-equity i soggetti che finanziano la fase di Third stage.

4. Fourth stage (Growth stage)

¹⁸ AIFI, associazione italiana venute capital e private equity, Guida al venture capital, Come finanziare lo startup dell'impresa, p. 3, 2018.

¹⁹ Ruhnka e Young, Journal of business venturing, Some hypotheses about risk in venture capital investing, 1991, vol. 6, p 123.

Questa fase rappresenta l'espansione e la maturità rispetto alla fase precedente, la società cresce rapidamente conseguendo utili e le risorse di cui necessita (centinaia di milioni di euro) vengono utilizzate per l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva (sviluppo per vie interne), l'acquisizione di altre aziende o rami di azienda (sviluppo per vie esterne), oppure l'integrazione con altre attività imprenditoriali²⁰.

Il rischio in questa fase decresce notevolmente passando dal 20.1% al 13.6%²¹.

5. Pre-IPO stage

Rappresenta in genere l'ultimo stadio del processo di finanziamento tramite Venture Capital, l'obiettivo principale per il Venture Capitalist è di procedere con l'IPO, ovvero con la quotazione della società in borsa con conseguente cessione del proprio pacchetto azionario, il quale garantirebbe alti profitti all'investitore²².

²⁰ Le fasi del finanziamento di start-up e chi le finanzia, pmi tutoring, p 3, 2017

²¹ Ruhnka e Young, Journal of business venturing, Some hypotheses about risk in venture capital investing, 1991, vol. 6, p 128.

²² Wikipedia, Venture capital financing.

1.6 Strategie di uscita

Una volta che la società abbia raggiunto una maturità tale da garantire alti profitti agli investitori, le società di Venture Capital decidono con quali modalità uscire dall'investimento. L'obiettivo del Venture Capital è quello di realizzare, nel medio termine, un *capital gain* (guadagno sul capitale investito) attraverso la cessione della quota acquisita. Tale quota rappresenta la differenza tra l'investimento fatto e il valore della partecipazione nella compagnia al momento della cessione della stessa. Esistono tre principali strategie di disinvestimento da parte dei Venture Capitalist:

1. Offerta pubblica iniziale (IPO)

L'IPO è di gran lunga l'opzione più profittevole e prestigiosa per i venture capitalist, soprattutto se si fa riferimento agli Stati Uniti.

Nel periodo 1990-2000, 5.803 società sono state quotate per la prima volta nel mercato dei capitali americano rendendo 419,5 miliardi di dollari.²³

L'investitore tramite l'IPO ha l'occasione di collocare sul mercato una minoranza del capitale dell'impresa, egli va quindi a cedere, tutte o in parte, le partecipazioni in suo possesso mentre l'imprenditore mantiene il controllo della società. Le IPO sono adatte per grandi società o per le

²³ William L. Megginson, University of Oklahoma, Toward a global model of venture capital, p. 104, 2004.

aziende ad alte performance. Tuttavia, una IPO comporta elevati costi di transazione, in particolare a causa delle restrizioni legali e delle regole del supervisore del mercato.

Inoltre, se il fondo di Venture Capital vuole uscire completamente dalla società in cui ha investito, i potenziali acquirenti potrebbero vedere questa piena uscita come una mancanza di fiducia nelle prospettive future del business, ma in genere, i termini dell'investimento possono vietare al *venture capital* di vendere una parte o tutta la sua posizione per un determinato periodo di tempo chiamato periodo di *lock-up*.

La probabilità di un prezzo scontato per l'IPO rappresenta un potenziale costo opportunità. Questi fattori rendono l'IPO un processo lungo e costoso²⁴.

2. Vendita dei titoli ad un'altra impresa commerciale (M&A, Trade Sale)

Il caso di cessione della partecipazione a un'altra azienda è una delle vie maggiormente seguite. L'offerta di acquisto può presentarsi in modo spontaneo, oppure viene attentamente costruita, cercando potenziali imprese interessate, dall'investitore di comune accordo con l'imprenditore.

Sotto il profilo tecnico, in particolare, la cessione della partecipazione

²⁴ Francesco Maio, Verifica empirica dell'evoluzione delle performance in seguito a IPO su un campione di imprese quotate sull'AIM Italia, pp. 36-37, 2018.

tramite “trade sale” può avvenire sia a seguito di una trattativa privata che, prassi sempre più diffusa nei mercati più evoluti, tramite un processo di asta. Questo canale apre una prospettiva di sviluppo per l’impresa, dal momento che l’acquirente può essere un altro gruppo imprenditoriale interessato a sviluppare la propria area di business realizzando sinergie operative e strategiche. Uno degli svantaggi più rilevanti del “trade sale” può essere l’opposizione del management, che teme di perdere la propria indipendenza a seguito del cambiamento dei vertici della società²⁵.

3. Riacquisto delle quote da parte del gruppo imprenditoriale originario

In questo caso l’imprenditore può riacquistare la quota ceduta originariamente all’investitore istituzionale nel capitale di rischio. Tale eventualità può essere prevista contrattualmente fin dall’inizio dell’intervento. I casi più frequenti di riacquisto sono riconducibili ad operazioni di sviluppo (expansion) e riguardano partecipazioni di minoranza²⁶.

²⁵ Francesco Maio, Verifica empirica dell’evoluzione delle performance in seguito a IPO su un campione di imprese quotate sull’AIM Italia, pp. 35-36, Politecnico di Torino, 2018.

²⁶ Francesco Maio, Verifica empirica dell’evoluzione delle performance in seguito a IPO su un campione di imprese quotate sull’AIM Italia, pp. 35-36, Politecnico di Torino, 2018.

Cap. 2: L'utilizzo del Venture Capital in Europa e negli Stati Uniti, punti comuni e differenze.

Sotto ogni aspetto, l'utilizzo del Venture Capital negli ultimi trent'anni è cresciuto esponenzialmente ottenendo ottimi risultati. Nonostante sia uno strumento finanziario nato negli Stati Uniti, nel corso del tempo è stato accolto in tutto il mondo da accademici ed esperti del settore finanziario come chiave per lo sviluppo economico e tecnologico delle nuove società, e tutt'ora l'impostazione americana di questo strumento rappresenta il modello sul quale si basano tutti gli altri paesi. Negli Stati Uniti il Venture Capital viene definito come un fondo finanziario gestito da professionisti, che ha come unico scopo quello di operare investimenti di capitale a medio termine per far crescere rapidamente società private, avendo una strategia d'uscita già pianificata. In Europa tale strumento opera principalmente nei paesi più sviluppati (Europa Occidentale), e viene definito come un investimento relativo alle fasi iniziali e di crescita di un'azienda, il focus è più incentrato sul carattere generale del Private Equity, il quale include tra le varie categorie anche il Venture Capital²⁷. La più grande differenza tra i due continenti è relativa all'esecuzione e all'organizzazione delle modalità di investimento. In Europa i fondi di

²⁷ William L. Megginson, University of Oklahoma, Toward a global model of venture capital, p. 97, 2004.

Private Equity sono organizzati, in base alle leggi nazionali, come società di investimento, ma con un approccio della gestione del portafoglio delle imprese molto più simile ai Mutual Funds americani piuttosto che ai fondi di Venture Capital. Tuttavia, uno studio ha dimostrato che i fondi di Venture Capital europei si stanno orientando sempre di più verso il modello americano²⁸. In Europa i fondi di Private Equity tendono ad affidarsi maggiormente ad enti finanziari come le banche commerciali piuttosto che a fondi pensione, foundations o individui privati. I fondi pensione europei sono fundamentalmente molto diversi da quelli americani, a causa del differente sistema pensionistico; infatti, al di fuori di Inghilterra, Olanda e Svizzera, essi sono molto piccoli e ricoprono un ruolo marginale nel mercato dei capitali. L'Associazione Europea per il Private Equity ed il Venture Capital (EVCA) riporta che, banche, compagnie assicurative e agenzie governative sono le fonti di più della metà (52,2%) dei 27,5 miliardi di euro raccolti in Europa nel 2002, mentre i fondi pensione rappresentano solamente il 16,3% del fundraising totale²⁹. Per quanto riguarda le IPO, studi recenti³⁰ dimostrano che i tassi di uscita europei sono molto simili a quelli americani. Lo studio di Axelson e Martinovic esamina vari casi e dimostra che i tassi di uscita (IPO) rimangono stabili in tutte le modalità

²⁸ Laura Bottazzi, Marco Da Rin, and Thomas Hellmann, "The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Figures," Working Paper, Università Bocconi e Stanford University (2003).

²⁹ William L. Megginson, University of Oklahoma, *Toward a global model of venture capital*, p. 97, 2004.

³⁰ Axelson, U., e M. Martinovic. "European Venture Capital: Myths and Facts." *BVCA Journal*, 2013.

di investimento (10 anni, 5 anni e 2 anni). L'unica differenza riguarda il “trade sale”, seconda modalità di uscita negli Stati Uniti, la quale percentuale (22%) supera di netto quella europea (11%)³¹. Secondo Kraussl e Krause il più alto livello di investimento medio degli Stati Uniti potrebbe spiegare la performance maggiore delle aziende di Venture Capital americane nei “trade sale” rispetto a quelle europee.

Altre differenze tra Venture Capital in Europa e Stati Uniti riguardano il tasso di rimpiazzamento degli imprenditori a capo delle società finanziate. Secondo lo studio di Schweinbacher in Europa solo il 22% degli imprenditori viene sostituito dal management scelto dal Venture Capitalist, negli U.S.A. la percentuale raggiunge il 34%. Nella stessa analisi egli evidenzia come il mercato europeo risulti molto meno liquido rispetto alla controparte americana, con una difficoltà maggiore a convertire attività reali o finanziarie in moneta. Infine, un altro aspetto che differisce tra le due realtà è quello relativo ai “syndicate investments”, ovvero investimenti troppo grandi o rischiosi per essere portati avanti da un solo investitore/azienda e che quindi richiedono l'ausilio di altri soggetti/aziende. La percentuale di “syndicate investments” in Europa risulta inferiore agli Stati Uniti (60% vs. 90%), il che implica meno partner medi (3 vs. 4), equivalenti a

³¹ Kraussl R. e S. Krause. “Has Europe Been Catching Up? An Industry Level Analysis of Venture Capital Success over 1985-2009”. LSF Working Paper Series 13-6, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg. p. 37, 2013.

investimenti di dimensioni ridotte³². Invece, un punto comune molto importante, che consente ai due continenti di essere le due principali forze mondiali per quanto riguarda il Venture Capital è la presenza di grandi “serial entrepreneur” e Venture Capitalist con molta esperienza. I “serial entrepreneur” (imprenditori seriali) sono soggetti in grado di iniziare numerose attività commerciali/finanziarie durante la loro carriera e la loro presenza costituisce un punto di forza per il mercato del Venture Capital europeo e americano. L’unica differenza che distingue questa figura nei due contesti è relativa al fatto che in Europa questi individui risultano più prudenti e si basano principalmente sull’esperienza personale acquisita negli anni, non affidandosi molto a consulenze esterne, decidono quindi di concentrarsi solamente su un limitato numero di “buoni progetti”, i quali però, costituiscono l’oggetto di interesse per molti Venture Capitalist/serial entrepreneur creando così una sorta di corsa per raggiungere l’investimento nel minor tempo possibile³³.

³² Schwienbacher, A. “An empirical analysis of venture capital exits in Europe and the United States”. EFA- Berlin Meetings Discussion. pp. 15-16, 2002.

³³ Axelson, U., e M. Martinovic. “European Venture Capital: Myths and Facts.” BVCA Journal, pp. 5-9, 2013.

2.1 Europa

- Fundraising

In Europa il Venture Capital ricopre un ruolo ancora piuttosto limitato in confronto agli Stati Uniti, tuttavia i fondi di Private Equity rappresentano una buona fetta del fundraising del vecchio continente.

Parlando di cifre, il Private Equity nel 2019 ha raccolto complessivamente 209 miliardi di euro, dei quali solo 15 miliardi di euro provenienti dai fondi di Venture Capital. D'altra parte, la quantità di denaro raccolta da fondi di Venture Capital è in continuo aumento. Nell'ultimo anno vi è stata una crescita del 17% rispetto al 2018, la quale ha continuato il trend positivo cominciato nel 2013³⁴.

Dei 246 fondi di Venture Capital europei il 52% è rappresentato da first-time funds, ovvero da quei fondi che per la prima volta si presentano nel mercato per la raccolta di capitali, mentre il restante 48% da follow-on funds, ovvero da quei fondi che raccolgono capitali in stage differenti³⁵.

³⁴ EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019, p. 12.

³⁵ Nicola Barbiero, Tutto quello che c'è da sapere sui first-time fund, Finance Community, 2020.

Venture Capital - Funds raised by type of investor

2015-2019 - Incremental amount raised during the year - % of total amount

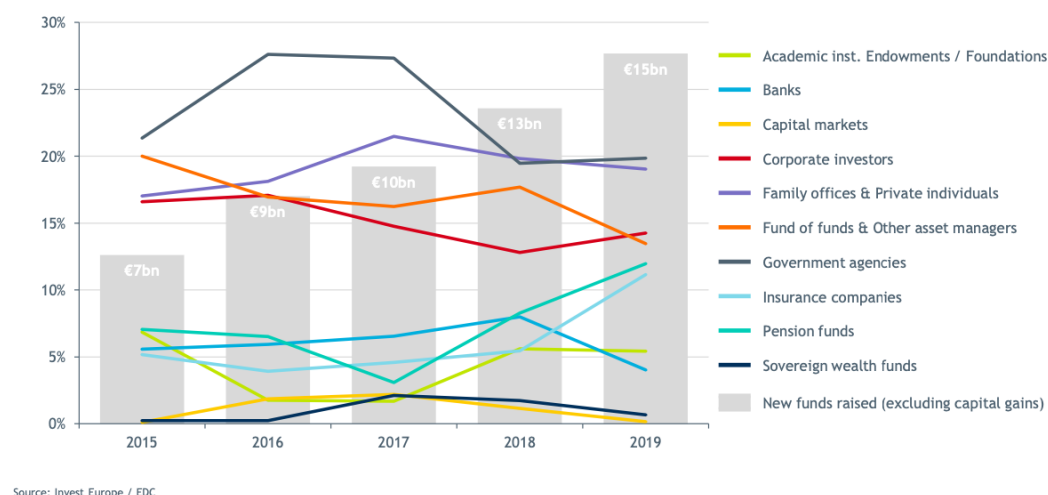


Figura 1, EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019, pag. 23.

Come si può notare dalla figura 1, i fondi di Venture Capital europei acquisiscono denaro principalmente da tre attori: da agenzie governative (20%), da individui privati o family offices, ovvero società di servizi che gestiscono il patrimonio di una o più famiglie facoltose agendo come centro di coordinamento per la gestione finanziaria e amministrativa delle famiglie³⁶, (19%) e da corporate investors (15%).

Per quanto riguarda il fundraising dei fondi di Venture Capital europei la maggior parte del denaro proviene dalla Francia e dal Benelux (35,6%), e dal DACH (17,7%) (Germania, Austria e Svizzera), le quali rappresentano le regioni con maggiori disponibilità finanziarie³⁷.

³⁶ Family office, Wikipedia.

³⁷ EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019, p.27.

- **Investimenti**

Gli investimenti operati dai fondi di Venture Capital in Europa hanno raggiunto gli 11 miliardi di euro nel 2019, vedendo una crescita del 19% rispetto all'anno precedente, tuttavia, rispetto a quanto detto precedentemente, la maggior parte degli investimenti di Venture Capital è sostenuta verso società del Regno Unito le quali rappresentano la maggior quota di investimento nella regione Europea³⁸.

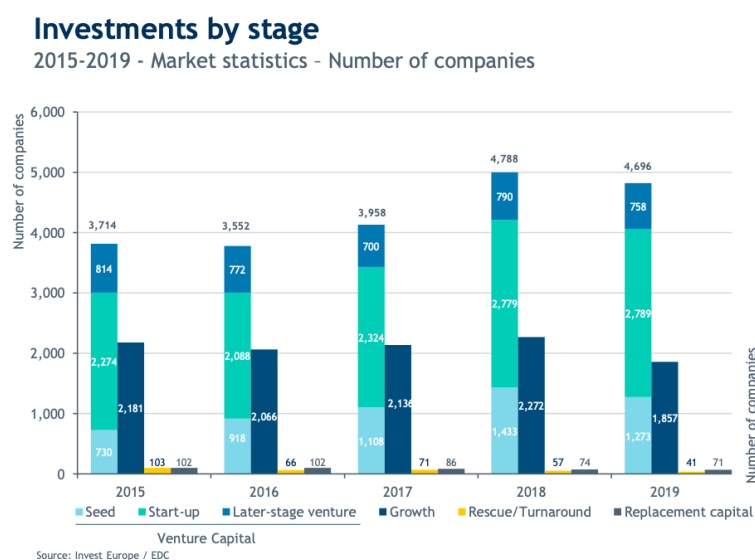


Figura 2, EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019, pag 41.

Come si evince dalla figura 2 gli investimenti del 2019 si sono rivolti maggiormente a quelle società che si trovavano nelle prime 3 fasi del processo di finanziamento,

³⁸ EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019, p. 37.

ovvero seed stage, start-up stage e late stage, coinvolgendo 4.696 imprese contro le 1.837 relative alla growth stage. La quantità di denaro necessaria in ogni stage è inversamente proporzionale al rischio a cui ci si espone. Investendo quindi nelle prime fasi del processo di finanziamento si va ad apportare una quantità di capitale inferiore alle fasi di crescita ma si va incontro ad un rischio più alto. Infatti, nel 2019 solo il 60% delle società nelle quali sono stati investiti capitali ha garantito l'uscita dell'investitore. Tuttavia, entrando in gioco in fasi avanzate gli investimenti diventano di natura considerevole, difatti i dati relativi al 2019 evidenziano che solamente nella growth stage siano stati investiti 16,1 miliardi di euro mentre complessivamente nei tre stage iniziali (seed, start-up, late stage) 10,6 miliardi di euro³⁹.

³⁹ EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019, p. 40.

Share of VC-backed start-ups by sector
2007-2015

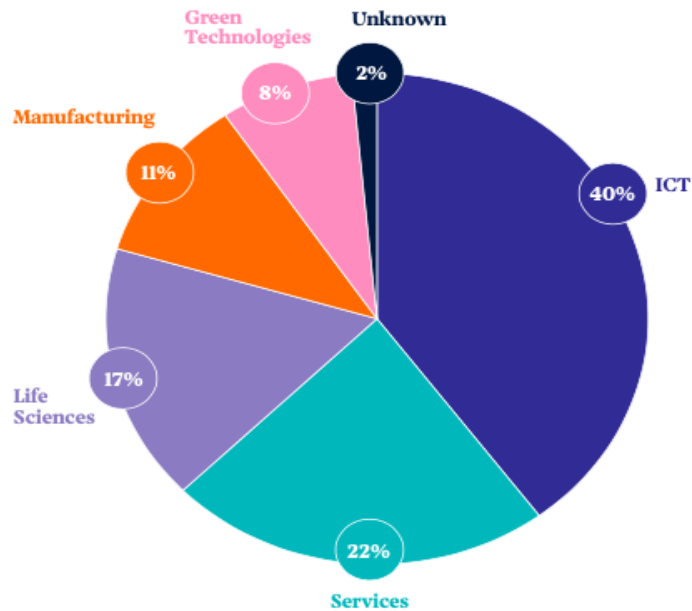


Figura 3, EVCA, The VC factor, 2015.

La figura 3, tratta da un'analisi del Venture Capital in Europa, esamina la ripartizione degli investimenti per settore nel periodo 2007-2015. Due terzi di questi riguardano società operanti nel settore definito ICT (information and communications technology), le quali sono principalmente aziende britanniche o irlandesi, aziende con un'alta componente innovativa. Seguono i servizi, i quali rappresentano un investimento conseguito da diversi Venture Capitalist, mentre nell'area scandinava va segnalata la maggior parte delle imprese relative al settore delle scienze biologiche (life sciences).

- Disinvestimento

I disinvestimenti relativi al Venture Capital sono in continua crescita, sinonimo di un movimento in continua espansione, nel 2019 sono state disinvestite 1.242 società per un equivalente di 2,5 miliardi di euro.

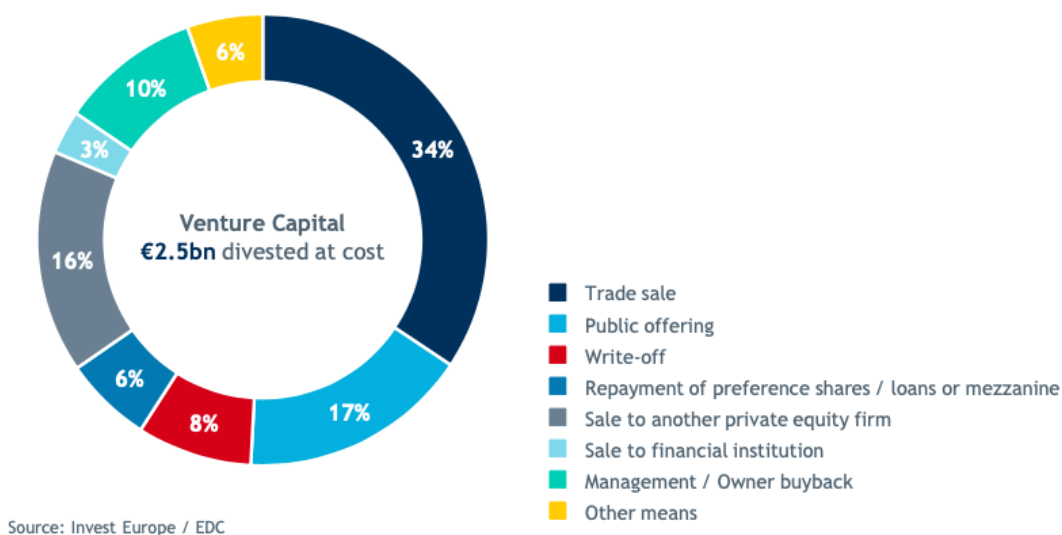


Figura 4, EVCA, Invest Europe, Private Equity Activity in 2019.

In Europa, seguendo il grafico a torta della figura 4, la principale modalità di uscita è rappresentata dalla vendita delle quote ad un'altra società o "trade sale" (34%), mentre l'IPO e la vendita delle quote ad altri investitori di Private Equity ricoprono le due principali alternative con rispettivamente il 17% ed il 16% della percentuale di disinvestimento dei casi analizzati.

I settori nei quali sono state operati i più numerosi disinvestimenti da parte dei fondi di Venture Capital sono l'ICT (31%), le biotecnologie e settore sanitario (31%) ed il settore energetico e dell'ambiente (16%)⁴⁰.

2.1.1 Francia

La Francia rappresenta uno dei paesi principali per quantità di denaro raccolta attraverso fondi di Venture Capital in Europa. Nel 2017 i Venture Capitalist francesi hanno investito 2,7 miliardi di euro; nel 2018 più di 3 miliardi, cifre che rimangono comunque inferiori rapportate ai fondi del Private Equity (15 miliardi di euro nel 2017). Il settore che guida il mercato degli investimenti francese è l'ICT, ovvero quel settore con la componente innovativa maggiore rispetto a tutti gli altri⁴¹.

Il più grande fondo di Venture Capital in Francia è Partech Ventures, capace di raccogliere fondi pari a un miliardo di euro in soli 18 mesi. Partech è seguito da Alven Capital il quale può vantare più di 100 imprese finanziate nell'arco di 17 anni. La maggior parte (80%) degli investimenti francesi attraverso fondi di Venture Capital restano concentrati nella città di Parigi con una cifra che si aggira intorno ai 1,4 miliardi di euro derivanti da 35 deal⁴².

⁴⁰ EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019, p. 58.

⁴¹ Thomas Laporte, le Venture Capital en France, BusinessCool, 2019.

⁴² Etienne Alcouffe, Top Venture Capital français, Junto, 2019.

2.1.2 Italia

In Italia l'ecosistema degli investimenti in capitale di rischio è ancora poco maturo rispetto alle principali economie europee, anche se continua a svilupparsi anno dopo anno. Nel 2019 sono stati investiti 597 milioni di euro per un totale di operazioni realizzate pari a 148, in netta crescita rispetto al 2018 (521 milioni di euro, 102 operazioni realizzate). Il modello che l'Italia sta seguendo calca le orme di quello francese, il quale ha consentito alla Francia negli ultimi vent'anni di affermarsi come uno dei top 3 stati per quanto riguarda il Venture Capital europeo⁴³. Tuttavia, la cosa principale che contraddistingue l'Italia è la netta disparità territoriale nella distribuzione dei finanziamenti, le regioni settentrionali sono in grande vantaggio rispetto a quelle meridionali nella raccolta di capitali.

Nel mercato italiano la tipologia di investitori più diffusa è quella del Business Angel rispetto a quella del Venture Capitalist, ciò è dovuto alle quantità relativamente basse di capitale di cui necessitano le startup italiane.

Un aumento dell'utilizzo degli investimenti di Venture capital porterebbe una ventata di aria fresca per quanto riguarda il livello dell'innovazione del tessuto imprenditoriale italiano, un aumento di depositi di brevetti ed una più alta percentuale di investimenti in Ricerca e Sviluppo. Per rendere possibile tutto questo

⁴³ Monica D'Ascenzo, Venture Capital, 2019 anno record in Italia, il sole 24 ore, 2020.

bisognerebbe però, creare un coordinamento centrale gestendo gli investimenti a livello regionale, sviluppare maggiormente le attività di crowdfunding e diffondere cultura d'impresa e conoscenza degli strumenti di finanza d'impresa, come ad esempio le opportunità date dal mix di debito e di equity⁴⁴.

2.2 Stati Uniti

- Fundraising

Gli Stati Uniti rappresentano lo stato che raccoglie più risorse finanziarie attraverso fondi di Venture Capital al mondo. Nel 2019 i fondi americani hanno raccolto 50,5 miliardi di dollari (circa 43,3 miliardi di euro) triplicando la quota raccolta nel vecchio continente nello stesso anno. I fondi di California (67%), New York (15%) e Massachusetts (9%) hanno raccolto l'86% del capitale totale degli Stati Uniti del 2019. In questi tre stati la grandezza media di un fondo di Venture Capital risulta essere di 80 milioni di dollari, nelle altre regioni è di 43 milioni di dollari. Tuttavia, la localizzazione della maggior parte dei fondi in queste tre realtà non implica l'investimento delle risorse solo ed esclusivamente nella regione di riferimento, bensì potrebbero essere investite anche in altre zone in via di sviluppo. I first-time fund costituiscono la maggior parte dei fondi di Venture Capital americani, sono in

⁴⁴ FIMAP srl, Venture Capital: cos'è e come funziona in Italia, 2019.

genere di piccole dimensioni ma negli ultimi dieci anni sono stati protagonisti di un trend positivo raccogliendo più di 25 miliardi di dollari, essi entrano in gioco soprattutto nella “seed stage” e nella “early stage”⁴⁵.

Top States by VC Raised in 2019

	# of Funds	Capital Raised (\$M)
California	123	\$31,513.4
Massachusetts	28	\$7,515.5
New York	40	\$4,583.5
Connecticut	2	\$910.0
Ohio	7	\$894.1
Illinois	10	\$721.1
Washington	10	\$689.1
Texas	9	\$546.3
Pennsylvania	4	\$417.0
District of Columbia	2	\$365.0

Source: NVCA 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook

Figura 5 NVCA 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook, pag. 21.

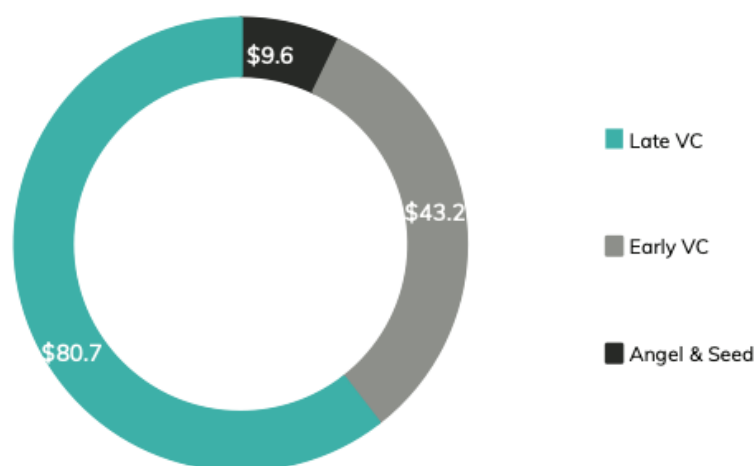
- **Investimenti**

Nel 2019 gli investimenti operati dai fondi americani sono stati pari a 133,4 miliardi di dollari (122,8 miliardi di euro), superando di gran lunga la quota europea (11

⁴⁵ National Venture Capital Association, NVCA, 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook, pp. 20-21.

miliardi di euro). Le società finanziate sono state 10.430⁴⁶ (contro le 6.533 in Europa).

2019 US VC Deals by Stage (\$B)



Source: NVCA 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook

Figura 6 National Venture Capital Association, NVCA, 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook, pag. 25.

Nella figura 6 vengono elencate le quantità di risorse utilizzate nelle varie fasi del processo di finanziamento negli Stati Uniti. Nella fase “seed” sono stati investiti 9,6 miliardi di dollari in 4.760 società, nella “early stage” 43,4 miliardi dollari in 3.882 società ed infine, nel “late stage” 80,7 miliardi di dollari in 2.717 società. Come visto nell’analisi degli investimenti europei, nelle fasi iniziali si è investito in più società ma con capitali ridotti, invece, aumentando la quota di capitale è

⁴⁶ National Venture Capital Association, NVCA, 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook, pp 24-26.

diminuito il numero di aziende finanziate. Dai dati del grafico, rapportandoli al continente europeo, si evince come l'ago della bilancia sia spostato nettamente verso il continente americano dove ingenti somme investite garantiscono un mercato più ampio rispetto a quello europeo.

2019 US VC Deals by Sector (\$B)

Commercial Services	\$14.0	IT Hardware	\$3.9
Consumer Goods & Recreation	\$6.3	Media	\$2.9
Energy	\$1.5	Other	\$30.6
HC Devices & Supplies	\$5.7	Pharma & Biotech	\$16.7
HC Services & Systems	\$7.1	Software	\$44.8

Source: NVCA 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook

Figura 7, National Venture Capital Association, NVCA, 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook, pag. 26.

Come descritto nella figura 7, l'analisi del NVCA evidenzia i settori destinatari dei maggiori investimenti da parte dei fondi di Venture Capital americani. Al primo posto troviamo il settore informatico, quello dei software, il quale va a rappresentare il 34% del capitale investito, seguito principalmente dal settore farmaceutico e delle biotecnologie con il 17%. Nella categoria che prende il nome di "other" sono stati inseriti principalmente i servizi e i settori con basse percentuali di investimento. Per quanto riguarda gli investimenti per settori non si presentano grandi differenze con il continente europeo, entrambe le realtà, seppur

proporzionalmente, investono maggiormente in settori tecnologici, i quali garantiscono più alti margini di profitto.

- **Disinvestimento**

Come è stato descritto nel capitolo precedente le modalità di uscita da un investimento di Venture Capital sono numerose, ma tra le più importanti e le più profittevoli vi è sicuramente l'IPO. Negli Stati Uniti, il 2019 ha visto una riduzione delle operazioni di disinvestimento delle società, ma un aumento del valore di queste. Difatti, sono state disinvestite aziende per un totale di 199 miliardi di dollari (182,3 miliardi di euro), evidenziando una spaccatura netta con quanto è stato disinvestito in Europa (2,5 miliardi di euro), il che fa pensare a quanto ancora si possa fare nel vecchio continente per raggiungere numeri di questo livello. Tuttavia, per quanto sia stato profittevole il 2019 per le IPO, la modalità prevalente di disinvestimento è stato il "trade sale" con una quota pari al 92% del totale dei disinvestimenti tra il 2004 e il 2019⁴⁷.

⁴⁷ National Venture Capital Association, NVCA, 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook, pp. 34-37.

CONCLUSIONI

Come si è visto nel secondo capitolo, le cifre comparate tra i due continenti sono profondamente diverse, questo è dovuto principalmente al differente approccio al Venture Capital che esiste nelle due realtà. Nonostante in Europa i governi si stiano prodigando per la promozione dell'utilizzo del Venture Capital, studi accademici dimostrano che bisognerebbe focalizzarsi sul miglioramento di altri aspetti per favorire questa tipologia di investimento. Secondo gli studi del EVCA sarebbe necessario eliminare gli ostacoli burocratici e legali che impediscono di accedere facilmente al Venture Capital, limitando di conseguenza i finanziamenti tramite prestiti bancari, inoltre, occorrerebbe operare una politica di abbassamento della tassazione per tutto il settore ed instaurare un clima di business più favorevole. Tuttavia, quello che emerge dall'elaborato è che esiste una profonda differenza implicita tra i due continenti, se negli Stati Uniti il mercato del Venture Capital opera secondo le logiche di un mercato omogeneo, nonostante sia sviluppato maggiormente in alcune regioni, stessa cosa non si può dire del mercato del vecchio continente, esso è infatti un insieme di più mercati interni che difficilmente riescono a mantenere caratteristiche comuni utili alla costituzione di un unico mercato europeo del Venture Capital. I Venture Capitalist europei differiscono tra loro nelle regolamentazioni fiscali, legali e amministrative presenti in ogni stato, se non si crea una linea guida comune sotto queste tre macro-aree risulta difficile ottenere i

grandi risultati conseguiti negli Stati Uniti. Nonostante ciò, tali conclusioni si basano principalmente sugli studi dei grandi enti continentali per il Venture Capital (EVCA, NVCA) e non riescono a dare una panoramica completa di quelli che potrebbero essere realmente tutti gli aspetti da tenere in considerazione, pertanto sarebbe opportuno implementare gli studi con ulteriori analisi congiunte di altre variabili non tenute in considerazione da EVCA e NVCA.

BIBLIOGRAFIA e SITOGRAFIA

- Pierluigi Casolari, Cos'è il venture capital e come funziona, Startup Business, 2018.
- CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, Lo scoppio della bolla delle c.d. Dot-com, 2016.
- Italian Trade Agency, Guida sintetica ai Venture Capitalist, 2016, disponibile su <https://www.assolombarda.it/servizi/internazionalizzazione/documenti/guida-sintetica-ai-venture-capitalist-usa>
- Cristiana Gagliarducci, Venture Capital: cos'è? Definizione, rischi e opportunità, 2020, disponibile su <https://www.money.it/Venture-capital-cos-e-definizione-rischi-e-potenzialita#differenza>

- Cloe Goodshore, What Is the Difference Between an Angel Investor and a Venture Capitalist?, 2020, disponibile su <https://www.business.org/finance/loans/what-is-the-difference-between-an-angel-investor-and-venture-capitalist/>
- Bob Zider, How Venture Capital Works, Harvard Business Review, 1998.
- Tomio Geron, Super Angels Rise to Fore, Wall Street Journal, 2010.
- Sanjay Bulaki Borad, Advantages and Disadvantages of venture capital, efinance management, 2019.
- Dennis Shirshikov, 10 Venture Capital Advantages & Disadvantages, Fit Small Business, 2019.
- Le fasi del finanziamento di start-up e chi le finanzia, pmi tutoring, 2017.
- AIFI, associazione italiana venture capital e private equity, Guida al venture capital, Come finanziare lo startup dell'impresa, 2018.
- John C. Ruhka, John E. Young, Journal of business venturing, Some hypotheses about risk in venture capital investing, 1991, vol. 6.
- F William L. Megginson, University of Oklahoma, Toward a global model of venture capital, Journal of Applied Corporate Finance, 2004.
- Francesco Maio, Verifica empirica dell'evoluzione delle performance in seguito a IPO su un campione di imprese quotate sull'AIM Italia, Politecnico di Torino, 2018.

- European Venture Capital Association, EVCA, Investing in Europe, Private Equity Activity in 2019.
- Nicola Barbiero, Tutto quello che c'è da sapere sui first-time fund, Finance Community, 2020.
- European Venture Capital Association, EVCA, The VC factor, 2015.
- Laura Bottazzi, Marco Da Rin, and Thomas Hellmann, “The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Figures,” Working Paper, Università Bocconi e Stanford University (2003).
- Axelson, U., e M. Martinovic. “European Venture Capital: Myths and Facts.” BVCA Journal, 2013.
- Kraussl R. e S. Krause. “Has Europe Been Catching Up? An Industry Level Analysis of Venture Capital Success over 1985-2009”. LSF Working Paper Series 13-6, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg. 2013.
- Schwienbacher, A. “An empirical analysis of venture capital exits in Europe and the United States”. EFA- Berlin Meetings Discussion. 2002.
- National Venture Capital Association, NVCA, 2020 Yearbook, Data Provided by PitchBook.
- Thomas Laporte, le Venture Capital en France, BusinessCool, 2019.
- Etienne Alcouffe, Top Venture Capital francais, Junto, 2019.

- Monica D'Ascenzo, Venture Capital, 2019 anno record in Italia, il sole 24 ore, 2020.
- FIMAP srl, Venture Capital: cos'è e come funziona in Italia, 2019.