



ASSOLOMBARDA

Il Capitale di rischio

**PRIORITÀ E PROSPETTIVE
PER LA CRESCITA E LO SVILUPPO
DELLE IMPRESE**

Prefazione

Prefazione

Ciascun imprenditore sa bene che la “vita” produttiva della propria azienda è indissolubilmente legata alla possibilità di investire e, dunque, alla disponibilità di risorse capaci, nel lungo periodo, di attuare i processi atti a trasformare la materia prima in prodotti o servizi, ricorrendo anche alla tecnologia necessaria.

La carenza di risorse finanziarie può rappresentare, in tal senso, un vero e proprio ostacolo al suo “sogno imprenditoriale”: si tratta, del resto, di un fattore che impedisce alla sua “comunità al lavoro” di disporre delle attrezzature necessarie, di avvalersi di professionisti qualificati e di generare un flusso di cassa adeguato a far fronte alle spese operative.

È uno scenario che non è nuovo alla nostra economia: essa, infatti, è caratterizzata per lo più da un elevato numero di imprese, molte delle quali di piccole dimensioni.

“Piccolo è bello”, certo: il nostro Paese dispone, d’altra parte, di una grande tradizione imprenditoriale riconosciuta a livello internazionale ma questa sua peculiarità può, allo stesso tempo, determinare difficoltà in termini di accesso alle risorse finanziarie. Una circostanza che influisce, inevitabilmente, sulla capacità di competere sui mercati globali.

Il perché è presto detto: le imprese di piccole dimensioni dispongono di risorse limitate dedicate a ricerca e sviluppo, a innovazione e formazione dei dipendenti; un gap spesso determinato da una certa staticità che impatta anche sulla loro crescita sostenibile nel lungo periodo.

Occorre scongiurare questa prospettiva: ambizione e curiosità dell'impresa sono cruciali per collocare le aziende, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni, in un contesto di business community sfidante e funzionale allo sviluppo.

Le PMI - che continuano a giocare un ruolo importante nell'economia del Paese e rappresentano il principale ammortizzatore sociale in termini di occupazione - vanno, dunque, accompagnate, con la necessaria iniezione di capitali, in un percorso di crescita, anche alla luce delle grandi opportunità offerte dalla *twin transition*.

C'è una via per sostenerle: il capitale di rischio.

Un argomento sul quale Assolombarda ha acceso, da tempo, i riflettori nel tentativo di generare cultura e di diffondere la varietà di strumenti a disposizione delle aziende.

Questo rapporto si concentra, in particolare, su alcune delle diverse forme del capitale di rischio, evidenziandone aspetti positivi e benefici, ma anche scardinando i pregiudizi e la "diffidenza generazionale" tipica dei nostri tempi; aspetti che, spesso, ne ostacolano l'utilizzo.

L'apertura del capitale potrebbe, invece, consentire alle imprese italiane di piccole e medie dimensioni di porre le basi per l'adozione di nuove tecnologie e di generare economie di scala, crescendo in termini di dimensione, produttività e redditività.

In quest'ottica, il capitale di rischio viene identificato, in questa sede, come uno strumento "abilitante" capace di aumentare il dinamismo delle imprese e funzionando, in qualche modo, da "ascensore sociale".

Il rapporto, in tal senso, cita un esempio molto calzante e rappresentativo: è il caso della Silicon Valley, che viene considerato come lo specchio di questa dinamica virtuosa. Negli Stati Uniti, la diffusione del venture capital ha, infatti, determinato effetti positivi sia sulle imprese che vi hanno aderito che sulla crescita economica generale.

Non c'è, dunque, più tempo da perdere: è giunto davvero il momento di attivare un confronto, privo di preconcetti, capace di generare anche in Italia una cultura, oltre che una educazione e formazione, del capitale di rischio.

In questa direzione, economia reale ed economia finanziaria - che sono oggi percepite e reputate come inconciliabili dall'opinione pubblica - devono "incontrarsi" e "parlarsi", ponendosi i medesimi obiettivi e dando vita a relazioni stabili e proficue nel nome dell'impresa.

Le aziende, dal canto loro, devono imparare a coltivare la propria ambizione, considerando questo tipo di operazioni senza pregiudizi e valutando la compatibilità con le proprie strategie di business. Ma non solo: sono anche chiamate a promuovere un "approccio professionale", incrementando il tasso di managerialità interno e la propria capacità di analisi delle performance.

Per far crescere la propria "creatura", insomma, l'imprenditore deve diventare un "imprenditore finanziario".

Certo, anche altri soggetti devono fare la propria parte: stakeholder finanziari, advisor, istituzioni. Queste ultime, per esempio, nella cornice della normativa europea, devono promuovere, sempre di più, condizioni abilitanti per rendere più facile il ricorso ai capitali di rischio.

La partita, del resto, è di grande importanza: il capitale ha anche una funzione sociale, non foss'altro per la possibilità di sostenere le idee e i progetti dei giovani imprenditori.

Dal canto suo, Assolombarda farà tesoro della stesura di questo documento: intensificherà, innanzitutto, la propria azione a supporto delle imprese, implementando i servizi connessi al suo desk sulla consulenza finanziaria. Amplierà, inoltre, la sua attività di assistenza potenziando il supporto nelle operazioni di M&A e di Capital Matching.

Continuerà, infine, a promuovere e a innovare Bancopass, che dal 2013 ha aiutato migliaia di imprese, in particolare PMI e startup, nella pianificazione finanziaria e in un accesso più veloce a tutte le fonti di finanziamento.

Un impegno, quello dell'Associazione, che trae spunto da una convinzione: il connubio tra la bellezza del "piccolo" e l'immissione di capitali costituisce la ricetta per sostenere, nei prossimi anni, la crescita della nostra economia.

Paolo Gerardini

Vicepresidente Assolombarda

Sommario

Sommario

1. Capitale di rischio e capitale di debito	10
2. Capitale di rischio, crescita imprese e crescita economica.....	17
3. Operazioni di finanziamento tramite capitale di rischio	23
3.1 Equity crowdfunding	23
3.1.1 I dati del Crowdfunding in Italia	24
3.1.2 Impatto del crowdfunding sulla crescita delle imprese	29
3.1.3 Descrizione di un'operazione di crowdfunding	30
3.1.4 Fattori critici e di successo di una operazione di crowdfunding	34
3.2 Private Equity.....	34
3.2.1 I dati del private equity in Italia.....	35
3.2.2 Impatto del private equity sulla crescita delle imprese	38
3.2.3 Descrizione di una operazione di private equity buyout.....	39
3.2.4 Fattori critici e di successo per la realizzazione di una operazione di private equity.....	43
3.3 Quotazione sui mercati azionari	43
3.3.1 I dati del mercato Euronext Milan.....	44
3.3.2 I dati del mercato Euronext Growth Milan.....	45
3.3.3 Impatto sulla crescita delle imprese della quotazione su EGM.....	48
3.3.4 Il processo di quotazione.....	48
3.3.5 Fattori di successo e critici in una IPO	54
3.4 Conclusioni.....	56
4. Storie di successo.....	60
4.1 Epipoli: una storia di crescita tramite private equity.....	60
4.2 Kolinpharma: una storia di successo tramite quotazione su EGM e successivo delisting via OPA	63
4.3 e-Novia: un percorso di quotazione nel mercato EGM e crescita.....	65

5. Suggerimenti e incentivi a supporto delle operazioni di capitale tra imprese	70
5.1 Il potenziale delle operazioni di capitale tra imprese	70
5.2 Le differenze rispetto alle operazioni con partner finanziari	75
5.3 Gli elementi di insuccesso nelle operazioni tra PMI	77
5.4 Gli strumenti finanziari per diffondere le operazioni tra imprese	78
5.4.1 L'utilità di un sostegno pubblico	79
5.4.1.1. Incentivi per impostare le operazioni straordinarie tra imprese	80
5.4.1.2 Incentivi per agevolare le operazioni straordinarie tra imprese	81
5.4.1.3 Premialità derivanti dalla conclusione delle operazioni straordinarie	tra imprese ... 82
Box 1 – Esempi di incentivi con moltiplicatori più efficienti (x 12)	83
Box 2 – Sintesi dei principali regolamenti agevolativi.....	83
6. Le conclusioni e le raccomandazioni	86
6.1 Le imprese.....	87
6.2 Gli stakeholder finanziari e gli advisor	88
6.3 Le istituzioni	90
6.4 Le associazioni imprenditoriali.....	91
<i>Servizi alle imprese.....</i>	<i>96</i>
<i>Bancopass: il compagno ideale a supporto dello sviluppo d'impresa</i>	<i>96</i>
<i>Workshop, webinar e promozione sui territori.....</i>	<i>97</i>
Bibliografia	98



1. Capitale di rischio e capitale di debito

L'attività produttiva di un'impresa si caratterizza per l'investimento in una o più tecnologie che trasformano gli input utilizzati, fra cui il lavoro e le materie prime, in prodotti o servizi. Questo investimento richiede una quantità significativa di liquidità e tempo, durante il quale l'impresa potrebbe non essere in grado di generare entrate sufficienti per coprire i costi operativi. Il capitale iniziale, e non solo all'inizio, è fondamentale per garantire la sostenibilità e il successo dell'impresa a lungo termine. Senza un adeguato capitale, l'impresa potrebbe non essere in grado di acquistare le attrezzature necessarie, assumere il personale qualificato e mantenere il flusso di cassa per far fronte alle spese operative. Ciò potrebbe impedire all'impresa di realizzare il suo potenziale produttivo e di competere efficacemente nel mercato nazionale e internazionale.

L'imprenditore spesso non dispone di risorse finanziarie sufficienti per coprire l'investimento richiesto dalle proprie attività, soprattutto se il progetto è ambizioso. Ciò significa che è necessario ricorrere ai mercati dei capitali, che permettono di canalizzare la ricchezza dei potenziali investitori finanziari verso le imprese. Tuttavia, per garantire un funzionamento regolare del mercato dei capitali per le imprese, è necessario che tre attori siano presenti contemporaneamente: gli imprenditori e le imprese che hanno bisogno di finanziamenti, gli investitori disposti a prendere dei rischi e gli intermediari finanziari specializzati che possono far fluire la ricchezza del sistema economico verso le imprese.¹ Se anche uno solo di questi attori manca, il mercato dei capitali d'impresa non funziona correttamente e l'attività delle imprese

¹ Si veda la discussione di Gilson (2003) in riferimento alla struttura del mercato di venture capital negli Stati Uniti.

stesse ne risente. Se non esistessero gli intermediari finanziari, i singoli detentori di ricchezza avrebbero difficoltà a valutare la rischiosità delle imprese e non vi canalizzerebbero i loro risparmi, lasciandole alla sola risorsa dell'autarchia finanziaria. Non è solamente importante che i tre attori siano presenti simultaneamente ma che i mercati dei capitali per le imprese siano sufficientemente profondi, in termini di varietà degli strumenti, possibilmente specifici per le diverse caratteristiche delle imprese, dell'accessibilità e della dimensione in termini di liquidità che possono veicolare. Solo mercati profondi e efficienti possono permettere alle imprese di adottare la tecnologia necessaria per intraprendere con successo i loro processi produttivi, crescere nelle dimensioni e contribuire alla produttività e alla crescita del paese. Non ci può essere crescita senza le imprese.

Le imprese si finanziano principalmente attraverso due modalità: il "capitale di rischio" e il "capitale di debito". "Capitale di rischio" e "capitale di debito" si differenziano in modo sostanziale per la diversità degli investitori che vi partecipano, degli intermediari che li veicolano, e per le implicazioni che hanno per le imprese e per gli investitori stessi. In via generale, con il capitale di rischio — tema che verrà sviluppato in dettaglio in questo rapporto — l'investitore o il veicolo finanziario in cui confluiscano i capitali partecipano al rischio di impresa e quindi alla distribuzione dei profitti e acquisiscono parte della proprietà dell'impresa, diventandone azionisti. Con il capitale di debito, le imprese si finanziano con prestiti che devono essere restituiti con interessi entro un determinato periodo di tempo. Il finanziamento può avvenire direttamente sul mercato o tramite intermediari finanziari ed essere soggetto a garanzie sotto forma di collaterale. La restituzione del prestito non è condizionata direttamente al successo o fallimento dell'attività dell'impresa. In generale, il capitale di debito non conferisce controllo e alcuna proprietà dell'impresa ai finanziatori.

Nel contesto dell'economia italiana, considerando le sue caratteristiche macroeconomiche e la frontiera tecnologica, è auspicabile che le imprese più dinamiche si orientino maggiormente verso i mercati del capitale di rischio. A sua volta, un mercato del capitale di rischio più sviluppato potrebbe accelerare il dinamismo delle imprese italiane. Nonostante alcuni progressi nel rafforzamento della struttura finanziaria, le imprese italiane continuano infatti a dipendere in larga misura dal capitale di debito, soprattutto dal credito bancario. Nel 2022, la leva finanziaria delle imprese italiane, calcolata come rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti e del patrimonio netto, si è attestata intorno al 40%, registrando una riduzione del 10% rispetto al dato del 2011.² Nonostante questa riduzione, il livello attuale della leva finanziaria delle imprese italiane seppure in linea con quello delle imprese tedesche rimane ancora elevato rispetto ad altri paesi europei. Ad esempio, Spagna e Francia hanno un rapporto del 30%, mentre negli Stati Uniti si registra un valore leggermente superiore al 20%. Il debito bancario rappresenta ancora la maggioranza dei debiti finanziari delle imprese italiane, costituendo poco più del 50%. Al contrario, il finanziamento tramite obbligazioni societarie emesse sul mercato è ancora marginale rispetto ad altre economie avanzate.

Se da un lato le imprese italiane risultano meno capitalizzate rispetto ai loro competitor europei e statunitensi, d'altro lato le banche italiane risultano maggiormente esposte nei confronti delle imprese del proprio paese. Il sistema bancario italiano ha un'esposizione nei confronti del

² Si veda Banca d'Italia (2023), e De Vincenzo (2021).

credito verso le imprese non finanziarie pari al 26,7% dell'attivo totale, superiore rispetto al dato medio europeo pari al 22,7%.

Il modello finanziario delle imprese italiane tramite credito bancario è inadeguato per lo sviluppo nel medio lungo periodo per tre principali ordini di motivi:

- i. è fortemente pro-ciclico;
- ii. è inadatto considerata la crescente importanza di modelli produttivi centrati su immobilizzazione immateriali o “capitale intangibile”³;
- iii. è meno attrattivo.

La pro-ciclicità del capitale di debito è una conseguenza di un'offerta di credito bancario che si amplia durante le congiunture economiche favorevoli e si riduce nei periodi sfavorevoli. Durante le fasi di crescita economica, l'onere del debito aumenta a causa degli aumenti dei tassi di interesse, ma viene in parte compensato dalla maggiore reattività delle entrate al ciclo economico. Tuttavia, durante le fasi di contrazione economica, l'onere del debito non diminuisce necessariamente a causa dell'aumento dei premi per il rischio di credito, rendendo il costo del debito ancora più oneroso. Inoltre, negli ultimi vent'anni, abbiamo assistito a tre crisi economiche profonde: la crisi finanziaria del 2007-2008, la crisi dei debiti sovrani europei del 2011-2013 e la pandemia del 2020-2022. Durante tali crisi, i mercati del credito hanno subito importanti restrizioni e un aumento dei costi del credito in periodi di significativa contrazione economica.

Oltre alle considerazioni precedenti, il sistema economico italiano presenta un ulteriore elemento di fragilità legato all'interconnessione tra debito pubblico, banche e credito bancario. Durante la crisi dei debiti sovrani del 2011, la concentrazione di una parte significativa del debito pubblico italiano nei bilanci delle banche nazionali ha reso queste ultime vulnerabili all'aumento degli spread, portando alla compressione significativa dell'offerta di credito e al peggioramento delle condizioni di finanziamento. Questo circolo vizioso tra debito sovrano e fragilità delle banche colpisce direttamente anche le imprese, le quali dipendono dal finanziamento bancario, e ha effetti moltiplicativi sulla fragilità delle banche stesse.

Si aggiunga che, secondo i dati dell'European Banking Authority, l'Italia risulta essere il secondo paese dell'euro area in assoluto, dopo il Portogallo, per probabilità di insolvenza media dei finanziamenti verso imprese non finanziarie. Ciò genera un elevato grado di incertezza economica che ostacola gli investimenti a medio e lungo termine e in generale uno sviluppo industriale adeguato⁴. Il problema della sostenibilità del debito pubblico, anche tenendo conto dell'architettura dell'Unione Monetaria Europea, non è ancora risolto; pertanto questa fonte di fragilità e l'incertezza associata persistono nel contesto italiano, sebbene in parte attenuate dalle misure della Banca Centrale Europea. Per questi motivi e considerando le caratteristiche

³ Utilizzeremo il termine immobilizzazioni immateriali e capitale intangibile in maniera intercambiabile anche se il capitale intangibile è un concetto più ampio che comprende tutte le risorse immateriali che contribuiscono al valore di un'azienda, mentre le immobilizzazioni immateriali sono una sottocategoria contabilizzate secondo i principi contabili, tipo i brevetti, i marchi registrati, i diritti di licenza, i software, i diritti d'autore e le concessioni governative.

⁴ Si veda Nicodano (2022).

pro-cicliche del credito bancario, diventa desiderabile che il sistema delle imprese si emancipi sempre di più dalle modalità di finanziamento bancario a favore del capitale di rischio.

Il secondo argomento a sfavore del capitale di debito considera la sua inadeguatezza nell'ambito dei nuovi modelli di produzione che si basano sulle tecnologie di comunicazione e informatiche sviluppatasi negli ultimi trent'anni. Nella sua forma più tradizionale, la produzione di beni e servizi richiede l'uso di input materiali e fisici, come impianti e macchinari, oltre al fattore lavoro. Questi tipi di beni materiali possono essere utilizzati come garanzia per il finanziamento bancario poiché hanno un certo valore di rivendita e quindi liquidità in caso di fallimento dell'azienda. Tuttavia, il nuovo sistema produttivo, che si concentra principalmente nel settore dei servizi, fa uso del così detto capitale intangibile. Questo comprende software proprietari, marchi, proprietà intellettuale, spese per la ricerca e lo sviluppo, processi innovativi di business e in generale tutto ciò che viene definito come capitale organizzativo⁵. A causa della sua natura, il capitale intangibile è difficile da valutare e liquidare, rendendolo quindi poco adatto come garanzia per prestiti bancari. Per seguire l'evoluzione del sistema produttivo basato sul capitale intangibile, lo sviluppo di mercati di capitale di rischio risulta essere l'opzione più adatta.

Nel più recente censimento permanente delle imprese italiane, il rapporto Istat (2021) ha rilevato che la presenza di attività di ricerca e sviluppo (R&S) nei prodotti realizzati è relativamente modesta. Nonostante l'aumento del 75% tra il 2007 e il 2019 superiore sia a quello della Germania che a quello della Francia e della Spagna, in Italia il livello assoluto di spesa rimane basso, rappresentando circa un quinto di quello della Germania e meno della metà di quello della Francia. Questi dati, sebbene incoraggianti in termini di progressione, potrebbero indicare delle debolezze nella triade discussa in precedenza che include i tre attori che caratterizzano i mercati dei capitali d'impresa: l'impresa stessa, gli intermediari e gli investitori. Ciò non implica necessariamente un basso dinamismo delle imprese italiane, ma potrebbe evidenziare processi di intermediazione dei capitali inadeguati e fonti di finanziamento insufficienti. D'altra parte, se i mercati del capitale non sono sviluppati e l'attività imprenditoriale rimane poco dinamica rispetto alla frontiera tecnologica, ciò può prevenire processi di imitazione da parte di nuovi imprenditori e l'ingresso di nuove imprese sul mercato così come la disponibilità di nuove fonti di finanziamento. Le esternalità positive di regioni ad alta concentrazione di imprese, intermediari e capitali, come la Silicon Valley, non solo generano effetti sinergici per gli agenti operanti in quel territorio, ma anche per potenziali nuovi attori che desiderano entrare nel mercato.

L'esempio delle imprese di tipo "unicorn" negli Stati Uniti, definite come quelle con valutazioni superiori al miliardo di dollari, non solo evidenzia l'importanza dell'adeguamento dei mercati finanziari alle specificità delle imprese per generare sentieri virtuosi di crescita ma sottolinea come la struttura finanziaria e il grado di dinamismo delle imprese italiane ed europee, in generale, siano arretrati in comparazione con le imprese tecnologicamente più avanzate. Le imprese "unicorn" si basano su tecnologie produttive che si concentrano sul capitale organizzativo e sulle immobilizzazioni immateriali. In linea con le argomentazioni precedenti, queste imprese si finanziano principalmente attraverso il capitale di rischio, piuttosto che di

⁵ Il capitale organizzativo rappresenta l'insieme di conoscenze necessarie per combinare in modo efficace il capitale umano e il capitale fisico nella produzione di prodotti e servizi.

debito. In media, il finanziamento tramite capitale di rischio rappresenta il 95% dei fondi ricevuti dalle imprese in questa categoria⁶. In media impiegano circa 7 anni dalla loro fondazione per raggiungere lo status di "unicorn", attraversando almeno cinque round di raccolta di capitale.

Inoltre, per queste imprese, il finanziamento tramite capitale di rischio avviene sotto forma di private equity, attraverso fondi specializzati, anziché tramite quotazione pubblica, ossia vendendo azioni su mercati regolamentati. La caratteristica peculiare del finanziamento delle imprese "unicorn" attraverso i mercati privati dei capitali di rischio è in linea con le specificità della loro struttura produttiva, che si basa principalmente sul capitale intangibile, in particolare sul capitale organizzativo. A causa della sua natura, il capitale organizzativo è difficile da proteggere tramite brevetti, rendendo costosa la quotazione pubblica delle imprese e i conseguenti obblighi informativi, che potrebbero divulgare informazioni rilevanti alle imprese concorrenti.

De Fontenay (2017) ha argomentato che le imprese statunitensi presenti sui mercati "privati" possono trarre vantaggio dalle informazioni disponibili dalle controparti quotate sui mercati pubblici, semplificando e rendendo più accurate le valutazioni dei round di private equity delle imprese "private". Un esempio è rappresentato da Dropbox, che si è quotata pubblicamente solo nel 2018 con una valutazione di mercato di 9,2 miliardi di dollari dopo più di 11 anni di attività e vari round di private equity, presumibilmente beneficiando delle informazioni finanziarie e materiali del suo concorrente Box, già quotato sui mercati pubblici.

La progressiva deregolamentazione nei mercati del private equity negli Stati Uniti ha ulteriormente rafforzato i mercati dei capitali privati, consentendo alle imprese "unicorn" di beneficiare di diverse fonti di finanziamento. Oltre ai più tradizionali fondi di venture capital, sono confluiti in questi mercati anche i finanziamenti di fondi che si rivolgevano in precedenza solo ai mercati dei capitali pubblici, come i fondi di tipo "hedge", fondi comuni e fondi sovrani⁷. Questo ha ampliato le opportunità di finanziamento per le imprese di tipo "unicorn" e ha contribuito alla loro crescita e successo nel contesto economico attuale⁸.

Il terzo vantaggio del capitale di rischio rispetto a quello di debito riguarda la maggiore attrattività e visibilità che ne deriva per l'impresa coinvolta. L'opzione di finanziamento attraverso il capitale di rischio, come il private equity o la quotazione in borsa, aumenta la visibilità dell'impresa e la rende più attraente per altri potenziali investitori, come verrà illustrato nelle sezioni successive. Il finanziamento tramite crowdfunding, una modalità collaborativa di raccolta di fondi online da parte di investitori al dettaglio, costituisce una potente strategia di marketing che coinvolge direttamente gli investitori e permette all'azienda di presentare il proprio prodotto direttamente ai potenziali consumatori. Questo processo diffonde il brand dell'azienda e crea meccanismi di partecipazione all'interno della community.

Inoltre, l'accesso al capitale di rischio introduce un maggiore dinamismo all'interno dell'azienda, con notevoli impatti sulla governance e sugli organi di controllo, a seconda del tipo di canale utilizzato per il finanziamento. L'apertura al capitale di rischio può comportare una revisione della struttura decisionale e un coinvolgimento più attivo degli investitori nella

⁶ Si veda Davydova et al. (2022).

⁷ Chernenko et al. (2017) discutono il contributo dei fondi comuni al finanziamento delle imprese di tipo "unicorn".

⁸ D'altra parte, si è osservata una progressiva riduzione delle IPO come discusso da De Fontenay (2017).

gestione dell'azienda. Infine, l'adozione del capitale di rischio richiede una maggiore attività di pianificazione e controllo rispetto alle operazioni di debito. Questo si traduce in una maggiore attenzione alle previsioni di bilancio, al monitoraggio dei risultati e al raggiungimento degli obiettivi quantitativi.

Complessivamente, l'accesso al capitale di rischio offre all'azienda l'opportunità di aumentare la propria visibilità, espandere il proprio brand e beneficiare di un ambiente più dinamico e coinvolgente.

Nella prossima sezione discuteremo l'importanza del capitale di rischio come fattore fondamentale per la crescita e lo sviluppo delle imprese più dinamiche, cioè quelle che adottano le moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Nel contesto economico attuale, queste imprese giocano un ruolo significativo nell'aumento dell'occupazione, della produttività e nella promozione della crescita dei mercati dei capitali stessi.



2. Capitale di rischio, crescita imprese e crescita economica

Il sistema produttivo italiano si distingue per la presenza di un gran numero di imprese, molte delle quali di piccole dimensioni. Secondo i dati dell'Istat del 2021, le imprese italiane rappresentano il 16,3% del totale delle imprese nell'Unione Europea a 27 paesi, con un totale di 3,7 milioni di imprese. Questo dato è superiore rispetto alla media degli altri paesi europei. Tuttavia, le dimensioni delle imprese italiane sono generalmente ridotte, con una media di 4 dipendenti per impresa, a fronte dei 12 della Germania. Negli ultimi dieci anni, dopo la crisi dei debiti sovrani, il prodotto interno lordo italiano è cresciuto in termini reali del 7%, mentre in Francia e Germania è cresciuto del 10 e 11%, rispettivamente. La produttività del lavoro per ora lavorata è cresciuta del 2% in Italia e Francia rispetto all'8% in Germania.

L'elevata densità di imprese italiane riflette una tradizione imprenditoriale diffusa nel paese, con una propensione per la creazione di nuove attività. Tuttavia, la dimensione ridotta delle imprese può comportare limitazioni in termini di accesso a risorse finanziarie, capacità di investimento e adozione di tecnologie avanzate. Le imprese di dimensioni ridotte potrebbero avere difficoltà a beneficiare delle economie di scala e a competere efficacemente sui mercati internazionali. Inoltre, la bassa produttività e capacità di crescita delle imprese italiane potrebbero essere correlate al loro sottodimensionamento. Le imprese di piccole dimensioni hanno risorse limitate per investire in ricerca e sviluppo, innovazione e formazione dei dipendenti, limitando così la loro capacità di migliorare l'efficienza e l'innovazione. Ciò

potrebbe influire negativamente sulla competitività e sulla crescita sostenibile dell'economia italiana nel lungo periodo. Un altro fattore che contribuisce a questo quadro è l'inadeguatezza dei mercati dei capitali italiani. I mercati finanziari italiani sono meno sviluppati rispetto ad altri paesi, con una minore disponibilità di finanziamenti a lungo termine, capitale di rischio e strumenti finanziari adeguati a sostenere la crescita delle imprese. Questa situazione limita le opportunità di finanziamento per le imprese italiane e ostacola la realizzazione di progetti di investimento ambiziosi.

Esiste un sentiero virtuoso che potrebbe consentire di superare queste sfide. L'implementazione di mercati dei capitali di rischio più efficienti e profondi potrebbe favorire l'accesso delle imprese italiane a finanziamenti a lungo termine e capitale di rischio. Ciò potrebbe consentire alle imprese di aumentare le proprie dimensioni, investire in ricerca e sviluppo, adottare tecnologie innovative e migliorare la produttività. Un maggiore dimensionamento delle imprese potrebbe portare a economie di scala, e ad una maggiore competitività.

Verso la fine dell'Ottocento, l'economista inglese Alfred Marshall, nel suo lavoro "Economics of Production", ha formulato una teoria sullo sviluppo dimensionale delle imprese basato sulle economie di scala. Questo concetto si riferisce alla capacità di ripetere la produzione di beni o servizi un numero indefinito di volte utilizzando lo stesso impianto, al fine di ridurre i costi medi di produzione e abbassare il prezzo del prodotto. Le teorie di Marshall hanno trovato applicazione nelle catene di montaggio tipiche del modello di produzione di massa conosciuto come fordismo. Questo sviluppo industriale si è concentrato principalmente nel settore manifatturiero, mentre il settore dei servizi per sua natura ha avuto dinamiche differenti. Ad esempio, se si considera la produzione di cornetti freschi alla crema, non sarebbe plausibile centralizzare l'intero processo in un unico impianto. Questo perché sarebbe difficile garantire la freschezza dei cornetti e consegnarli tempestivamente ai potenziali consumatori. La natura deperibile di tali prodotti richiede una preparazione immediata e una distribuzione vicina al punto di consumo al fine di preservarne la qualità.

Le nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione hanno dato origine a ciò che gli autori Hsieh e Rossi-Hansberg (2023) definiscono come la rivoluzione industriale dei servizi. Questi sviluppi tecnologici hanno permesso alle imprese del settore di replicare la produzione di prodotti o servizi standardizzati e di accedere a un vasto numero di mercati, raggiungendo direttamente un numero maggiore di consumatori. È diventato possibile creare catene di negozi che producono e vendono gli stessi tipi di cornetti freschi, con una standardizzazione centralizzata e gestita attraverso piattaforme online, sfruttando quindi le economie di scala prodotte dalle nuove tecnologie.

La nuova rivoluzione industriale dei servizi ha importanti conseguenze sulla struttura delle industrie e sulla crescita economica. Hsieh e Rossi-Hansberg (2023) hanno documentato come negli Stati Uniti le industrie che hanno registrato la crescita più rapida siano state quelle in cui il numero di mercati per impresa è aumentato in modo significativo. Questa evidenza può essere spiegata dai miglioramenti di produttività derivanti dall'adozione delle nuove tecnologie, unite a nuove pratiche manageriali. Inoltre, il processo di crescita delle dimensioni delle imprese è stato accompagnato da una maggiore concentrazione all'interno dei singoli settori, come evidenziato dallo studio di Autor et al. (2017) e dal fenomeno delle cosiddette "imprese

superstar". Inoltre, sia la concentrazione delle vendite che quella dell'occupazione sono aumentate in misura maggiore nei settori in cui le imprese si sono espanse su più mercati. Kwon et al. (2022) hanno documentato, sempre per gli Stati Uniti, come la maggiore concentrazione in certi settori sia correlata ad un maggiore investimento in ricerca e sviluppo e a maggiore crescita della produzione. In definitiva, le nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione hanno consentito alle imprese di incrementare la produzione, dimensione, produttività, vendite e occupazione attraverso la scalabilità delle loro operazioni.

Negli ultimi venti anni, la concentrazione delle imprese è cresciuta anche in Europa, in misura maggiore in Francia e Gran Bretagna. L'Italia ha il tasso di concentrazione delle imprese più basso, comparato con Francia, Germania, Gran Bretagna e Spagna⁹. L'elevata densità delle imprese italiane e la bassa concentrazione suggeriscono una certa arretratezza del sistema produttivo italiano nell'adottare le nuove tecnologie e accrescere le proprie dimensioni tramite le economie di scala e la presenza in un più ampio numero di mercati.

Crouzet e Eberly (2019) hanno documentato un'importante correlazione tra la crescita della concentrazione in determinati settori e gli investimenti in capitale intangibile. Questa evidenza è coerente con l'adozione delle nuove tecnologie che stanno guidando il nuovo sviluppo industriale nei servizi delle aree avanzate. L'aumento della concentrazione industriale può essere attribuito a due cause non necessariamente esclusive: un maggiore potere di mercato o l'adozione di tecnologie che favoriscono un salto dimensionale delle imprese. Nel settore dei prodotti di consumo, ad esempio, la produttività è un fattore chiave per spiegare la maggiore concentrazione nell'industria ed è associata a un aumento delle immobilizzazioni immateriali. Queste connessioni sono evidenti considerando il processo innovativo che caratterizza tale settore basato principalmente sulle piattaforme online, che costituiscono appunto una forma di capitale intangibile. Nel settore sanitario, invece, la maggiore concentrazione è il risultato di un più elevato potere di mercato, sebbene ciò sia sempre accompagnato da un incremento delle immobilizzazioni immateriali. In questo settore, le nuove tecnologie sono più facilmente protette da brevetti e meno replicabili; fattori che consentono alle aziende più rilevanti di aumentare il loro potere di mercato.

L'osservazione chiave è che il nuovo sviluppo industriale comporta investimenti in capitale immateriale, che si differenzia dalle immobilizzazioni materiali per il suo elevato tasso di deprezzamento e la sua scarsa liquidità o rivendibilità. Come già descritto, questo tipo di investimento è meno adatto al finanziamento tramite capitale di debito e richiede invece capitale di rischio. Pertanto, non sorprende che le imprese statunitensi che si trovano all'avanguardia in questa rivoluzione industriale si finanzino principalmente o quasi esclusivamente con capitale di rischio, come dimostrato dal fenomeno degli "unicorn" sopra esaminato.

Si può quindi tracciare un sentiero virtuoso che va dall'adozione delle nuove tecnologie alla crescita delle imprese, alla crescita economica del paese che passa attraverso il capitale di rischio.

Dei 3,7 milioni di imprese italiane, solo 200.000 hanno almeno 10 dipendenti. Secondo l'Istat (2021), basandosi sul censimento permanente delle imprese del 2019, sono state identificate

⁹ Si veda Koltay et al. (2022).

diverse classi di dinamismo strategico all'interno di questo gruppo di imprese, al fine di valutare la propensione all'innovazione, agli investimenti in tecnologia e alla formazione del personale. Le imprese con basso dinamismo hanno un'attività imprenditoriale senza piani strategici di investimento e si finanziano esclusivamente con risorse interne o credito bancario. Le imprese con dinamismo medio, invece, operano in mercati più competitivi e adottano piani di investimento più strategici, anche se il finanziamento principale rimane il credito bancario. Le imprese con dinamismo medio-alto e alto si distinguono per la proiezione internazionale e gli investimenti in tecnologie all'avanguardia, ricerca e sviluppo e immobilizzazioni immateriali. Inoltre, queste imprese si caratterizzano per una maggiore articolazione delle fonti finanziarie interne ed esterne.

Il dato rilevante e preoccupante è che le imprese italiane con un dinamismo medio-alto costituiscono solo il 12,6% di quelle con almeno 10 dipendenti, mentre quelle ad alto dinamismo rappresentano solo il 3,6%. Si tratta, in valore assoluto, di circa 25.000 e 7.000 unità rispettivamente. Tuttavia, nonostante la loro limitata presenza numerica, queste imprese contribuiscono al 40% dell'occupazione e al 50% del valore aggiunto. Inoltre, la produttività del lavoro aumenta in modo significativo in relazione al dinamismo delle imprese. Lo studio dell'Istat ha anche evidenziato come le imprese ad alto dinamismo siano state in grado di affrontare meglio la sfida della pandemia Covid-19. Pertanto, anche nel contesto italiano, si osserva una significativa correlazione positiva tra le dimensioni delle imprese, la produttività, l'occupazione e la crescita. Tuttavia, è evidente la scarsa presenza di imprese di medie e grandi dimensioni. Come già evidenziato, la crescita delle imprese richiede necessariamente un'espansione oltre le risorse finanziarie dell'imprenditore e l'accesso a mercati finanziari più sofisticati, andando oltre le tradizionali modalità di finanziamento bancario. Non sorprende, quindi, che le imprese ad alto dinamismo ricorrano principalmente al finanziamento tramite capitale di rischio.

Il limitato accesso delle imprese italiane ai mercati del capitale di rischio riflette anche una cultura d'impresa tradizionale basata sul controllo diretto o indiretto di una persona fisica, cioè l'imprenditore o una famiglia. Il ricorso al capitale di rischio, diluendo la quota di proprietà della famiglia di controllo originaria, potrebbe essere visto come un elemento di rottura all'interno di questa cultura. Inoltre, come evidenziato nel rapporto Istat (2021), gli imprenditori-proprietari si concentrano anche sulle principali funzioni di gestione aziendale, con solo il 3,7% delle imprese che affida la responsabilità della gestione a soggetti esterni.

L'apertura ai mercati del capitale di rischio o una maggiore consapevolezza dei benefici potrebbero rappresentare fattori cruciali per consentire anche alle imprese italiane di piccole-medie dimensioni di adottare nuove tecnologie, generare economie di scala e crescere in termini di dimensione, produttività e redditività. I processi di imitazione da parte di altre imprese rispetto a questi circoli virtuosi potrebbero, poi, generare ulteriori esternalità e consolidare i mercati dei capitali stessi, promuovendo l'innovazione e lo sviluppo industriale.

L'esempio della Silicon Valley rappresenta, in modo significativo, questa dinamica virtuosa e l'importanza di adeguati mercati dei capitali nel migliorare l'imprenditorialità e promuovere lo sviluppo delle imprese. Numerosi commentatori e analisti hanno attribuito agli Stati Uniti, grazie allo sviluppo del mercato del venture capital, effetti positivi sia sulle imprese che sulla crescita economica generale. Studi sulle start-up hanno dimostrato che quelle che hanno

beneficiario di finanziamenti da fondi di venture capital hanno registrato una crescita maggiore delle vendite e dell'occupazione rispetto a quelle che non hanno avuto accesso a tali finanziamenti.

Un maggiore accesso ai mercati dei capitali non solo beneficia l'azienda stessa ma ha effetti positivi sull'intera economia, stimolando altre aziende a seguire il medesimo percorso di accesso ai mercati dei capitali o ad avviare attività imprenditoriali simili a quelle in cui altre aziende hanno avuto successo, attraverso processi di imitazione.



3. Operazioni di finanziamento tramite capitale di rischio

In questa sezione, esamineremo tre diverse forme di finanziamento basate sul capitale di rischio: equity crowdfunding, private equity e quotazione in borsa. Analizzeremo i dettagli specifici di ciascuna operazione, i fattori critici e di successo associati e l'impatto che queste operazioni possono avere sulla crescita delle imprese.

3.1 Equity crowdfunding

L'equity crowdfunding è una forma di finanziamento partecipativo attraverso la quale investitori al dettaglio, e professionali, possono investire denaro in una società o un progetto in cambio di una partecipazione azionaria o di quote di proprietà. Questo tipo di finanziamento consente alle aziende emergenti o alle startup di raccogliere capitali da una vasta rete di investitori, tramite piattaforme online apposite.

Nel contesto dell'equity crowdfunding, gli investitori diventano azionisti o soci della società in cui investono, ottenendo in cambio una percentuale di proprietà (equity) proporzionale all'importo che hanno investito. Pertanto, diventano parte del capitale sociale dell'azienda e possono beneficiare di eventuali profitti futuri o della crescita del valore della società.

Questo tipo di finanziamento offre diversi vantaggi sia agli investitori che alle aziende.

Per gli investitori i vantaggi si possono identificare in:

1. opportunità di investire in startup e progetti innovativi con un importo relativamente basso rispetto agli investimenti tradizionali;
2. possibilità di diversificare il proprio portafoglio di investimenti con diverse startup o progetti;
3. potenziali guadagni significativi se le aziende oggetto del finanziamento avranno successo.

Per le aziende:

1. accesso a un'ampia base di investitori potenziali che possono fornire finanziamenti e supporto a livello di network e di sharing di competenze (smart money), vedi § 2;
2. maggiore flessibilità rispetto ai finanziamenti tradizionali, poiché l'equity crowdfunding può essere più accessibile, soprattutto per le aziende alle prime fasi di sviluppo;
3. opportunità di coinvolgere ed interagire con la propria community di sostenitori e stakeholders.

L'attività principale delle piattaforme di equity crowdfunding consiste nel supportare le società emittenti nella presentazione al pubblico di un'offerta di strumenti finanziari (quote/azioni), e nella gestione delle sottoscrizioni degli strumenti finanziari da parte degli investitori.

Al fine di pubblicare proposte di investimento sempre più interessanti per i propri investitori, le piattaforme si impegnano nello scouting e nella selezione di progetti imprenditoriali che dimostrino buone opportunità di crescita. La continua selezione e scrematura innesca un meccanismo virtuoso che permette alle piattaforme di ricevere, da una parte, una selezione di progetti di sempre più elevato standing e dall'altro di ottenere una fidelizzazione da parte di investitori che riconoscono la capacità della piattaforma di selezionare progetti interessanti e potenzialmente remunerativi.

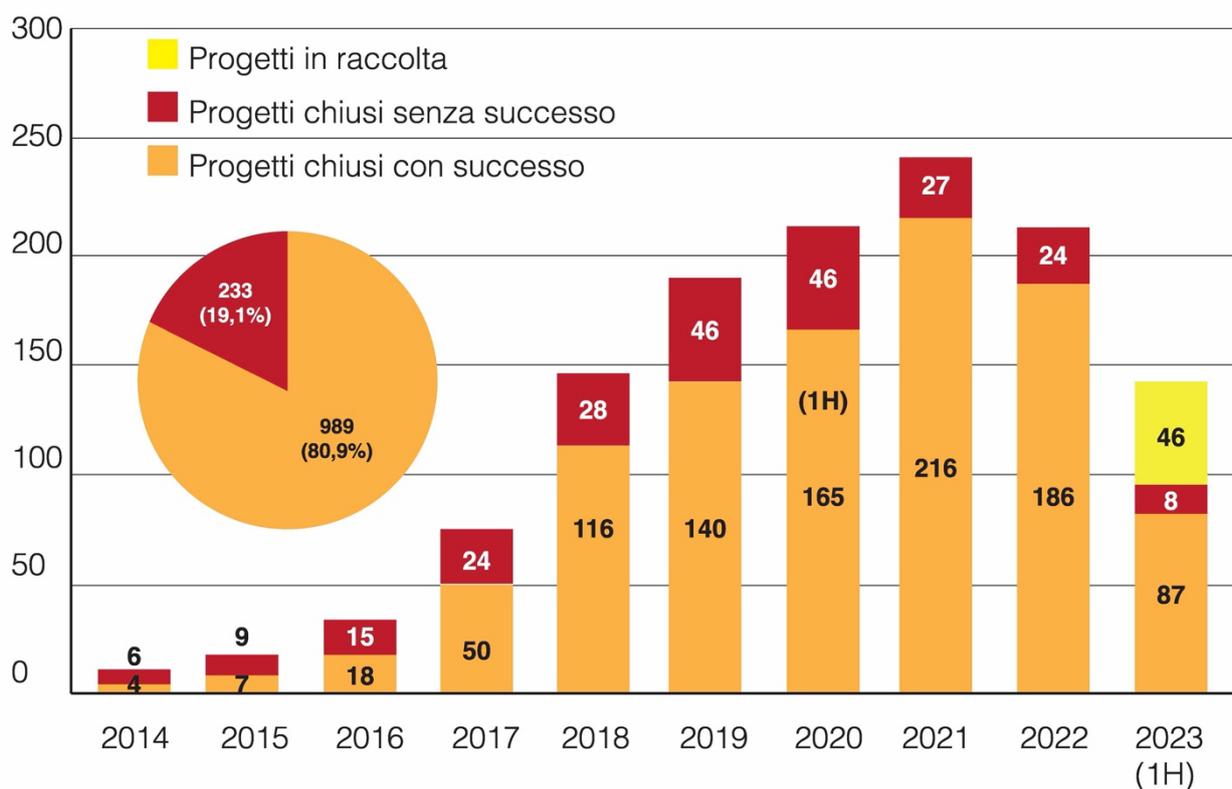
Il portale, per poter operare, dovrà essere stato autorizzato preventivamente dall'autorità di competenza, nel caso dell'Italia unitamente Consob e Banca d'Italia, ed iscritto presso il Registro di gestore di portali¹⁰ ed operare secondo quanto indicato dalla Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937

3.1.1 I dati del Crowdfunding in Italia

Secondo l'8° Report Italiano sul CrowdInvesting, dell'Osservatorio CrowdInvesting del Politecnico di Milano, al 30 giugno 2023, le campagne di equity crowdfunding sui portali autorizzati in Italia erano arrivate a 1.268, di cui chiuse con successo 989. Delle 46 ancora in corso, molte avevano già raggiunto la soglia minima di successo.

¹⁰ <https://www.consob.it/web/area-pubblica/registro-crowdfunding-sezione-ordinaria>

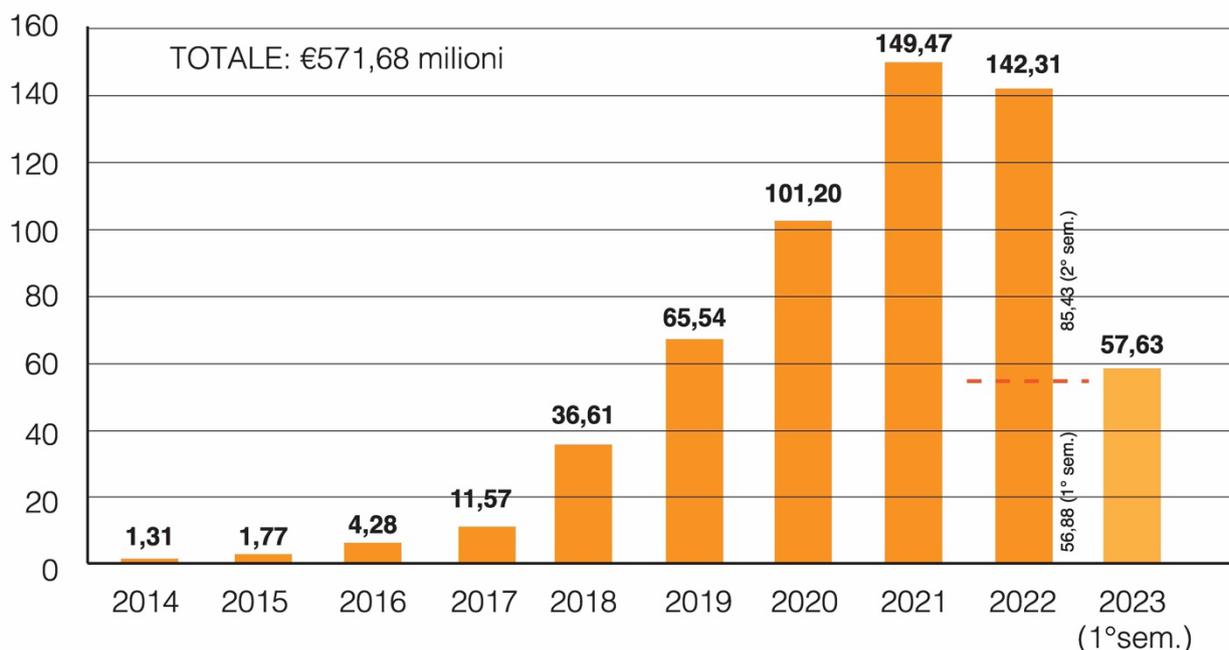
FIGURA 1 - FLUSSO TEMPORALE DELLE 1.268 CAMPAGNE DI EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA, PER DATA DI CONCLUSIONE



FONTE: 8° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING, DELL'OSSERVATORIO CROWDINVESTING DEL POLITECNICO DI MILANO

Il capitale complessivo effettivamente raccolto in Italia fino al 30 giugno 2023 attraverso queste campagne è pari a € 571,68 milioni (con un flusso negli ultimi 12 mesi pari a € 142,31 milioni, di cui la maggior parte nel secondo semestre del 2022 con € 85,43 milioni e la parte rimanente nel primo semestre del 2022 con € 56,88 milioni). Il tasso di successo della raccolta, misurato solo sulle campagne concluse, si sta stabilizzando intorno al 90% come dato tendenziale mentre quello storico è intorno all'81%.

FIGURA 2 - FLUSSO DI RACCOLTA ANNUALE DELLE 989 CAMPAGNE DI EQUITY CROWDFUNDING CHIUSE CON SUCCESSO. VALORI IN € MILIONI. L'ANNO DI RIFERIMENTO È QUELLO DI CHIUSURA DELLA CAMPAGNA



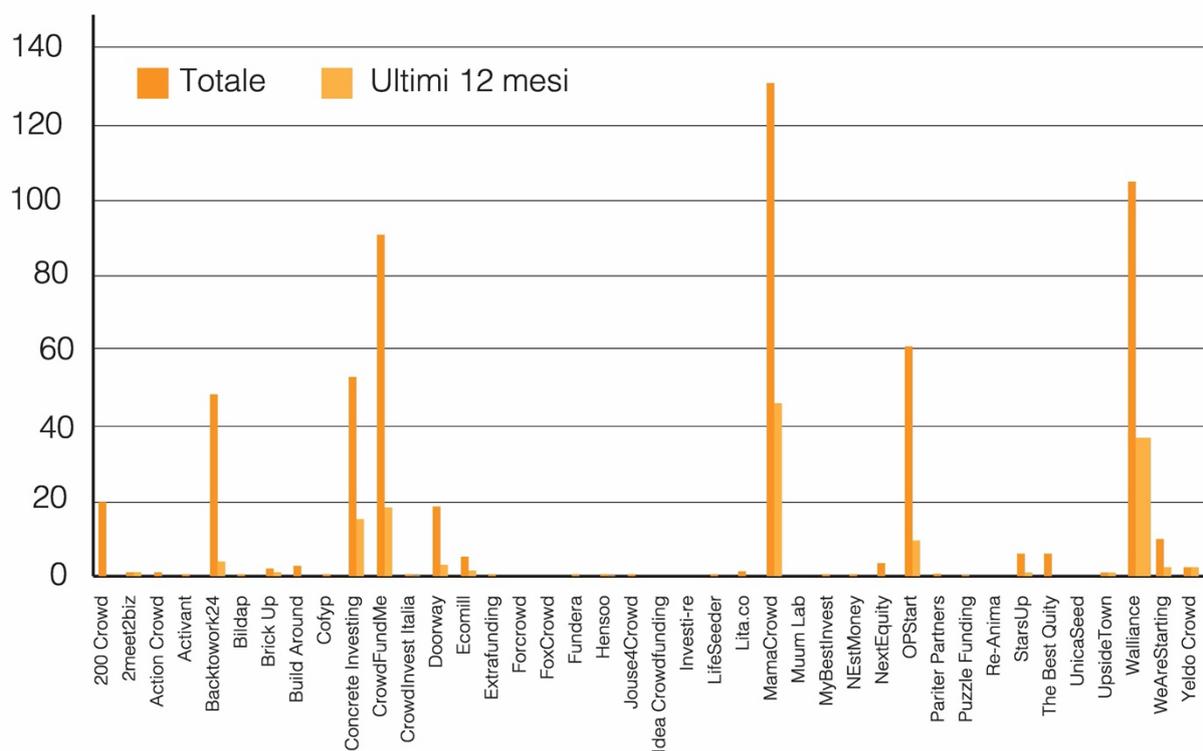
Fonte: 8° Report Italiano sul Crowdfunding, dell'Osservatorio Crowdfunding del Politecnico di Milano

In quest'ultima rilevazione, è possibile notare, per la prima volta, un calo sia delle campagne attivate negli ultimi 12 mesi (207, 12 in meno del periodo precedente), sia di quelle concluse con successo (210, -13,6% rispetto al 2021). Tra i motivi di questa riduzione, il Politecnico evidenzia:

- l'aumento dei tassi di interesse che ha reso più competitive e attraenti le forme tradizionali di investimento come le obbligazioni e i titoli di Stato;
- l'incertezza sulla congiuntura (inflazione e tensioni geo-politiche);
- i timori di una recessione;
- l'aumento degli investimenti dei fondi di venture capital italiani (che potrebbe avere ridotto l'incentivo per le startup a raccogliere da fonti alternative come il crowdfunding)
- una certa disillusione sui risultati ottenuti dalle emittenti negli anni successivi alla campagna.

Per quanto riguarda la suddivisione del mercato, i portali che hanno raccolto più fondi fino al 30 giugno 2023 sono Mamacrowd (130,65 milioni di euro, di cui 45,87 negli ultimi 12 mesi), Walliance (105,04 milioni, di cui 36,61 nell'ultimo anno) e CrowdFundMe (90,25 milioni, di cui 18,08 nell'ultimo anno).

FIGURA 3 - CAPITALE DI RISCHIO RACCOLTO FINO AL 30/6/2023 DAI PORTALI ITALIANI DI EQUITY CROWDFUNDING AUTORIZZATI DA CONSOB. VALORI IN MILIONI DI €.

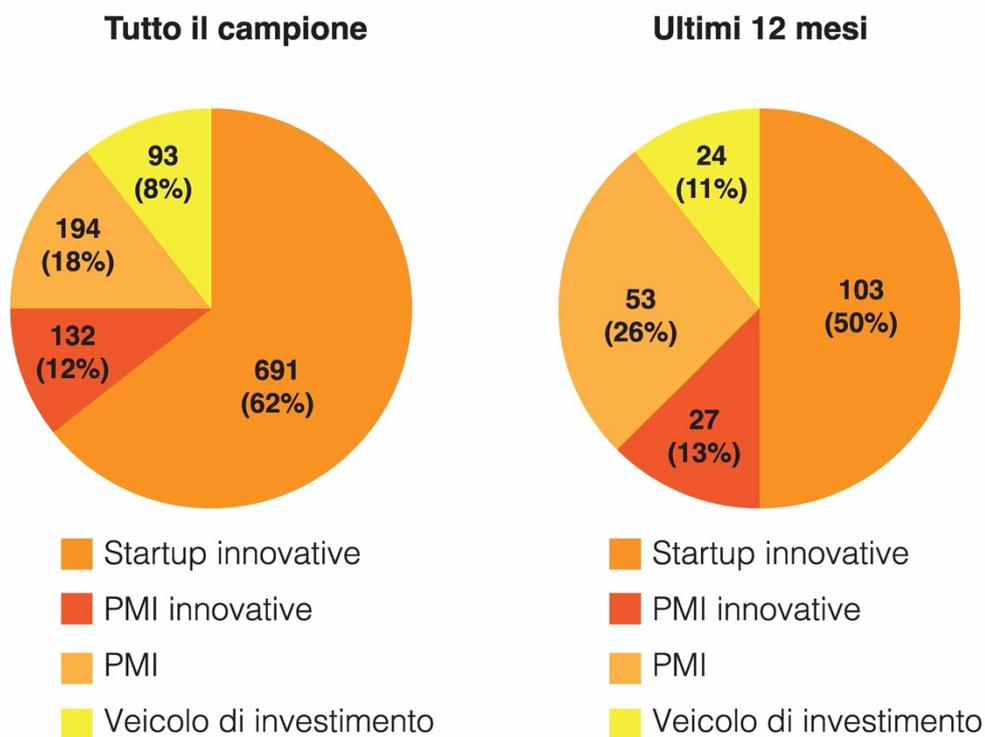


FONTE: 8° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING, DELL'OSSERVATORIO CROWDINVESTING DEL POLITECNICO DI MILANO

I dati relativi alle campagne chiuse alla data del 30/6/2023 mostrano che le 989 campagne di successo hanno mediamente ottenuto un overfunding pari a 702%, ossia circa sette volte il target. In realtà il valore mediano è molto più basso (181%). Le campagne chiuse senza successo arrivano invece mediamente al 18% del target, con una mediana pari al 7,9%. Un parametro interessante relativo alle campagne chiuse con successo è il numero di investitori validati al termine della raccolta. Il valore medio è pari a 96,4 nuovi soci, quello mediano è pari a 54.

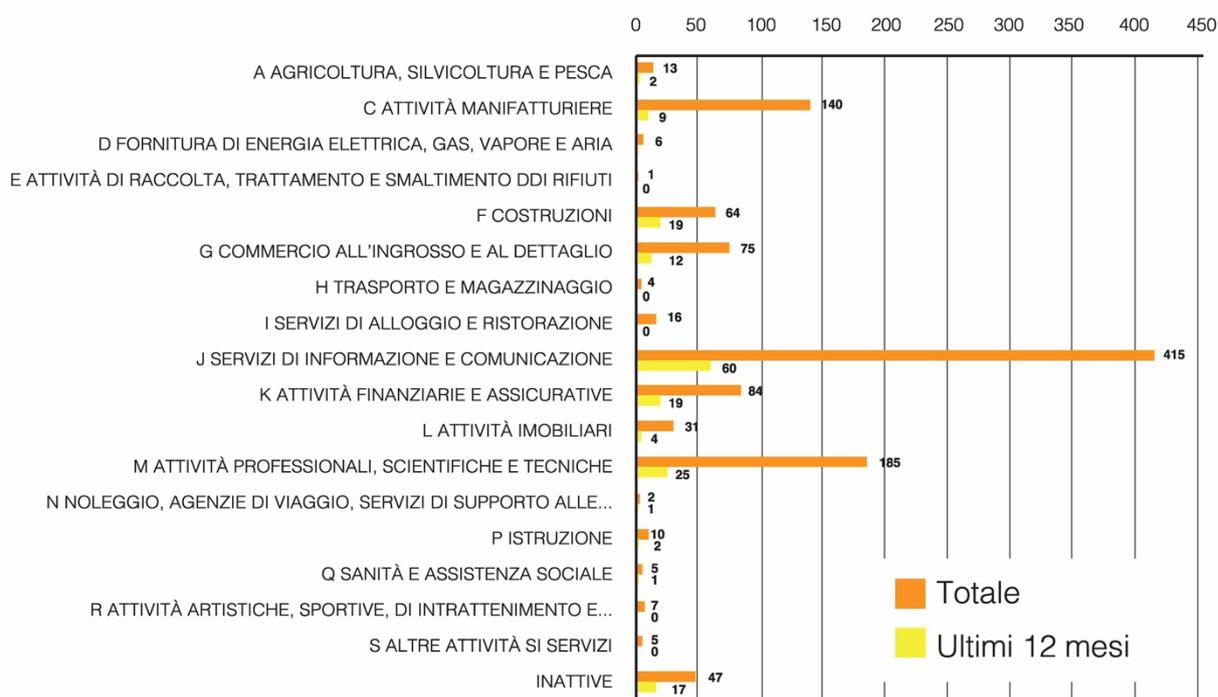
Analizzando più in dettaglio i protagonisti delle campagne, le imprese che ne hanno effettuata almeno una sono 1.110 (diverse aziende hanno condotto più campagne in momenti successivi, sullo stesso portale o su portali diversi). Invece, analizzando la suddivisione per codice ATECO (come sottolinea il Politecnico, condizionata dallo status dominante di startup innovative), al primo posto troviamo 415 imprese sotto il codice J (servizi di informazione e comunicazione), al secondo 185 riconducibili al codice M (attività professionali e scientifiche) e al terzo 140 le attività manifatturiere (codice C) che registrano un calo negli ultimi 12 mesi.

FIGURA 4 - TIPOLOGIA SOCIETARIA DELLE 1.110 IMPRESE PROTAGONISTE DI UNA CAMPAGNA DI EQUITY CROWDFUNDING SU PORTALI AUTORIZZATI DA CONSOB FINO AL 30/6/2023



FONTE: 8° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING, DELL'OSSERVATORIO CROWDINVESTING DEL POLITECNICO DI MILANO

FIGURA 5 - CLASSIFICAZIONE ATECO DELLE 1.110 IMPRESE PROTAGONISTE DI UNA CAMPAGNA DI EQUITY CROWDFUNDING SU PORTALI AUTORIZZATI DA CONSOB FINO AL 30/6/2023



Fonte: 8° Report Italiano sul Crowdinvesting, dell'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano

3.1.2 Impatto del crowdfunding sulla crescita delle imprese

Ci sono diverse ragioni per cui le imprese finanziate tramite crowdfunding possono registrare performance migliori rispetto a quelle che ottengono finanziamenti da altre fonti di capitale.

Innanzitutto, il fenomeno della "saggezza della folla" (wisdom of the crowd) gioca un ruolo importante per le imprese finanziate tramite equity crowdfunding. Questo significa che la folla di investitori può selezionare aziende con un maggiore potenziale finanziario e innovativo, portando a una migliore performance dopo il finanziamento. Il processo di selezione basato su un'ampia partecipazione di investitori può contribuire a individuare progetti promettenti.

Un secondo fattore chiave è l'ampia comunità di sostenitori e potenziali clienti che si coinvolge durante le campagne di crowdfunding. Questo coinvolgimento può aumentare notevolmente la consapevolezza del marchio, attirare l'attenzione sui prodotti o servizi dell'azienda e consolidare un rapporto più stretto con i clienti che spesso si possono trasformare in veri e propri "ambassador", grazie all'incentivo creato dal rischio imprenditoriale condiviso. I partecipanti alle campagne di crowdfunding, inoltre, in quanto potenziali consumatori, possono fornire preziosi feedback sul prodotto, strategie di marketing e prezzi. Inoltre, queste campagne possono attrarre l'interesse di investitori, imprenditori, professionisti del settore e media, aprendo la strada a partnership strategiche, collaborazioni commerciali e ulteriori opportunità di crescita per l'impresa.

Uno studio condotto da Walthoff-Borm et al. (2018) utilizzando dati delle piattaforme Crowdcube e Seedrs per il Regno Unito, ha rivelato che le aziende finanziate tramite equity

crowdfunding hanno avuto tassi di fallimento 8,5 volte superiori rispetto a quelle finanziate con altre forme di capitale, ma allo stesso tempo hanno registrato 3,4 volte più applicazioni di brevetti. Questo indica che il finanziamento tramite crowdfunding può avere un impatto positivo sull'innovazione delle imprese, ma potrebbe avere un impatto meno significativo sulla loro performance complessiva. È importante notare che il basso monitoraggio degli investitori sulle imprese finanziate tramite crowdfunding potrebbe comportare un rischio di selezione avversa, con aziende con meno potenziale e più rischio che accedono a questa forma di finanziamento in maniera più massiccia rispetto ad altre.

Con l'equity crowdfunding, i finanziatori diventano azionisti o soci dell'azienda. Ciò può portare a una governance partecipata e ad un coinvolgimento attivo degli investitori nel successo dell'impresa. Inoltre, lo studio di Walthoff-Borm et al. (2018) ha dimostrato che le imprese finanziate tramite crowdfunding, in cui i nuovi soci hanno la possibilità di nominare un rappresentante negli organi societari, hanno registrato minori perdite, ma hanno prodotto un numero inferiore di brevetti rispetto a quelle in cui tutti gli investitori partecipano alle assemblee societarie. Ne risulta che un maggiore coinvolgimento degli investitori può avere effetti sia positivi che negativi sull'andamento dell'azienda, e potrebbe essere necessario trovare un equilibrio tra la governance condivisa e il potenziale rischio di interferenze eccessive nell'operatività aziendale.

3.1.3 Descrizione di un'operazione di crowdfunding

Il percorso di selezione delle emittenti è, per la piattaforma, un processo complesso che prevede, in prima istanza, **l'aderenza alle richieste regolamentari in merito alle caratteristiche societarie** dell'offerente.

Tale prima attività consente di effettuare una importante scrematura; secondo il regolamento Consob, al momento in essere, il gestore infatti verifica che:

- la società sia costituita in forma di società di capitali;
- la società rientri nella categoria delle PMI, secondo il dettato codicistico;
- gli amministratori e i soci rilevanti non abbiano carichi pendenti al momento della raccolta;
- lo statuto della società sia aderente a quanto previsto dalla normativa o che i soci abbiano la volontà di modificare lo statuto societario al fine di inserire clausole a protezione dell'investitore di minoranza (diritto di co-vendita o recesso rafforzato, vedere paragrafo successivo).

Una volta valutata l'eleggibilità degli strumenti finanziari dell'azienda candidata, il gestore effettuerà una **analisi del progetto presentato in relazione alla propria strategia aziendale**.

Nel mercato, infatti, esistono diverse piattaforme autorizzate, che possono essere “generaliste” o “specializzate” nell'offrire ai propri investitori opportunità di investimento.

Le piattaforme “generaliste” sono quelle che presentano opportunità di investimento diversificate per stadio di sviluppo, settore e modello di business; mentre le piattaforme “specializzate” offrono opportunità di investimento in emittenti segmentate per settore (i.e. piattaforme che propongono progetti solo real estate, impact investing..), stadio di vita (i.e.

piattaforme che propongono progetti solo in aziende in fase pre-seed, seed...) e business model (i.e. piattaforme che propongono progetti solo in aziende con modelli B2B, B2C..).

Una volta verificato che la società rientri nel segmento proposto dalla piattaforma ai propri investitori, viene effettuata **un'analisi sul business dell'emittente e sull'operazione di investimento** che la proponente società vuole proporre al mercato.

Per effettuare questa analisi, il gestore della piattaforma di solito richiede almeno un colloquio conoscitivo con le figure chiave dell'azienda (ad esempio, i founder, i dirigenti principali, ecc.).

Dopo il primo colloquio, si procede alla raccolta del materiale di approfondimento societario e di business, che solitamente include documenti quali:

- visura, statuto, atto costitutivo;
- presentazione aziendale (pitch deck);
- Business Plan e assunzioni utilizzate per la redazione al fine di poterne stimare la redditività potenziale;
- ultimi bilanci approvati (laddove disponibili);
- documentazione relativa ai risultati raggiunti (es. metriche, milestone raggiunte, etc.);
- Informazioni sulla strategia di gestione della proprietà intellettuale (brevetti, marchi, etc.);
- equity story dell'azienda;
- valutazione economico-finanziaria e laddove disponibili, perizie effettuate per la valutazione della società o di eventuali asset aziendali.

Tali documenti vengono utilizzati dal portale per analizzare:

- il mercato di riferimento, barriere di ingresso o meno;
- track-record legati all'utilizzo del prodotto/servizio (non necessariamente i ricavi);
- lo scenario competitivo;
- la scalabilità del progetto;
- l'equity story;
- founding team e management.

Viene valutata anche l'iscrizione della società al registro speciale per le imprese innovative, al fine di concedere ai sottoscrittori dell'operazione i benefici fiscali previsti dalla normativa vigente (tra il 30 e il 50%).

Qualora l'emittente intendesse utilizzare una società veicolo, interponendola tra l'Investitore e la società target, dovrà essere fornita al gestore anche la documentazione societaria relativa alla società veicolo. La proposta di investimento e quindi la campagna di crowdfunding, in questo caso, avrà come oggetto la società veicolo, la quale poi trasferirà le risorse raccolte all'interno della società target, diventandone a sua volta azionista/quotista.

È prassi di mercato che la selezione dell'opportunità da pubblicare in piattaforma non comporti costi per la società candidata.

Se la società e il suo progetto vengono considerati adatti per una raccolta di crowdfunding, verrà presa in considerazione la fattibilità dell'operazione proposta. In tal senso, il gestore valuta se i dettagli dell'operazione sono coerenti con lo stadio di sviluppo della società e con i valori generalmente adottati dal mercato.

A tale scopo, viene effettuata un'analisi su:

- valutazione pre-money che deve essere proposta dalla società emittente (e non fissata dal gestore) e che deve essere supportata da un Business Plan credibile oppure da un pool di investitori (lead investors) che abbiano già approfondito l'iniziativa e che abbiano manifestato la volontà di investimento ad una determinata valutazione (e in tal caso viene adottata come validazione di mercato la negoziazione intervenuta tra le parti);
- obiettivo minimo e massimo di raccolta in accordo con il piano di sviluppo aziendale;
- eventuali classi di quote o azioni con diritti specifici e differenziati al fine di tutelare una governance aziendale snella.

Se l'operazione viene considerata interessante, la società potrà offrire le proprie quote o azioni tramite portale stipulando un mandato con il gestore della piattaforma per regolarne l'attività.

La remunerazione delle piattaforme è strettamente connessa alla capacità di raccolta delle stesse; infatti, è da ritenersi uno standard di mercato la richiesta di una entry fee che compensa le spese dell'operazione e della pubblicazione della proposta e una success fee a risultato ottenuto. La percentuale può variare dal 5% al 7%.

Si avvia quindi la preparazione della pubblica offerta. La pubblicazione della campagna di ECF in genere deriva da un processo di preparazione svolto in tandem con la piattaforma che generalmente non dura meno di cinque settimane.

La lavorazione è inerente diversi ambiti. I principali sono:

1. area Legale/Societaria;
2. area Documentale;
3. area Marketing e comunicazione.

L'area legale attiene a tutte le formalità necessarie per la pubblicazione di una campagna di ECF, quali:

- **l'adeguamento dello statuto sociale:** che dovrà prevedere un'adeguata tutela delle minoranze, tramite ad esempio l'inserimento del diritto di covendita (tag-along). Un'altra accortezza che le piattaforme in genere suggeriscono per favorire la governance all'interno delle società e per incentivare tagli di investimento crescenti, è la costituzione di diverse categorie di quote dotate di diritti differenti. Per esempio, il diritto di voto in genere viene concesso ad una specifica categoria a cui corrisponderà uno specifico ticket di ingresso, superiore al ticket minimo. Tale accortezza è necessaria per le aziende che affrontano una campagna di crowdfunding in quanto potrebbero potenzialmente raccogliere molteplici sottoscrizioni, anche nell'ordine delle diverse centinaia, che ingesserebbero la gestione aziendale nonostante il peso di minoranza. Si pensi banalmente alla convocazione di un'assemblea.

Altro suggerimento, in genere applicato dalle aziende, è relativo al diritto di trascinarsi (drag along) a tutela del team founder, o comunque dei soci di maggioranza, qualora dovesse concretizzarsi una possibile vendita della totalità dell'azienda.

- **La delibera di aumento di capitale:** la delibera deve avere al suo interno tutte le indicazioni che l'assemblea straordinaria dei soci deve accettare per favorire l'ingresso dei nuovi investitori, oltre che la possibilità di raccogliere capitali anche tramite portale. Deve recepire al suo interno tutte le decisioni prese dall'azienda, relative all'entità dell'aumento, la valutazione della società, valori massimi e minimi di raccolta (che in genere rispecchiano l'inscindibilità dell'aumento di capitale), ticket di ingresso e ticket di sottoscrizione per le diverse categorie di quote.
- **La redazione del prospetto informativo (KIIS):** rappresenta il documento principe e di sintesi di tutte le caratteristiche relative all'offerta al pubblico. Il Regolamento in vigore ne definisce i contenuti e per agevolarne la lettura e la comprensione ne definisce anche la lunghezza massima del documento (massimo 6 pagine).

Tutta la documentazione è gestita dalla azienda offerente, dai consulenti di parte, con la supervisione della piattaforma che, avendo maggiore dimestichezza con lo strumento, riesce a dare il proprio contributo sui diversi aspetti relativi ai documenti societari ed assembleari.

Oltre ai documenti relativi agli adempimenti societari l'offerente dovrà preparare, insieme ai propri consulenti, il kit di documentazione che verrà messo a disposizione degli investitori tramite la piattaforma in una apposita data room. Questo kit si compone solitamente dai seguenti documenti, e può variare a seconda della società offerente, del suo settore di appartenenza e dello stadio di sviluppo.

I documenti che, generalmente, non possono mancare sono:

- pitch deck sintetico;
- business plan discorsivo;
- visura, statuto, delibera di aumento di capitale;
- patti parasociali;
- ultimi due bilanci;
- eventuale documentazione relativa a proprietà intellettuale;
- rassegna stampa.

La data room si completa con tutta la documentazione che l'azienda ritiene utile e necessaria affinché l'investitore possa capire appieno l'attività aziendale e le prospettive di sviluppo.

L'area marketing e comunicazione è una area molto importante per l'attività di ECF. Infatti, l'esposizione di una campagna pubblica di raccolta di capitali è di circa 60 giorni, tempo nel quale, l'azienda e la piattaforma, si impegnano a generare leads (contatti) e gestirli nel miglior modo possibile al fine di convertirli in investimenti.

Non solo quindi l'offerente lavora insieme al portale sulla definizione dei contenuti che andranno ad essere utilizzati per effettuare uno storytelling della società, ma anche sui canali di distribuzione (es. social media, stampa, eventi,...).

3.1.4 Fattori critici e di successo di una operazione di crowdfunding

Durante la fase di selezione dell'azienda per l'operazione di crowdfunding, è fondamentale valutare attentamente le competenze e le esperienze del team operativo e gestionale della società. La capacità di esecuzione è di estrema importanza, così come la capacità di interagire con investitori retail e qualificati, poiché ciò può influenzare significativamente il successo dell'iniziativa imprenditoriale.

La solidità del team, soprattutto nelle fasi iniziali di vita di un'impresa, è considerata un aspetto cruciale, spesso più rilevante della sostenibilità del business plan nel breve periodo. Poiché le proiezioni di una startup si basano principalmente su assunzioni piuttosto che su metriche consolidate, il team di founder svolge un ruolo fondamentale nell'attuare con successo il piano di sviluppo dell'azienda.

Durante la campagna di crowdfunding, il team ha un'ottima opportunità per farsi conoscere insieme al proprio prodotto o servizio e al piano di sviluppo. L'esposizione mediatica può portare non solo ad ottenere investimenti, ma anche ad instaurare possibili partnership e collaborazioni, il che è essenziale per la crescita dell'azienda. Gli investitori che partecipano all'investimento diventeranno i primi testimonial dell'iniziativa, e l'amplificazione del network ottenuta durante la raccolta di fondi sarà un prezioso asset ereditato dall'azienda.

Oltre a ciò, è molto importante che l'offerta sia allineata, in termini di condizioni, ai livelli di mercato. Essendo il successo della campagna l'incontro tra la domanda (di capitali) e l'offerta, è importante che gli investitori riconoscano congruo il prezzo, inteso come valutazione pre-money della società.

È di vitale importanza inoltre gestire la nuova community di investitori tramite aggiornamenti e incontri, in quanto questa potrebbe diventare una base per ulteriori aumenti di capitale previsti dall'azienda.

In sintesi, gli aspetti positivi per le aziende nel condurre una campagna di equity crowdfunding, oltre a quelli già visti in precedenza, includono:

- conferma pubblica della valutazione aziendale;
- investimenti frammentati da parte di diversi investitori senza richieste particolari in termini di governance;
- rinnovata capacità di interazione con investitori retail e professionali;
- costruzione di una community di investitori e ambassador;
- possibilità di raccolta fino ad un massimo di €5 milioni.

3.2 Private Equity

Il private equity è un'attività di intermediazione finanziaria che coinvolge l'investimento diretto in imprese non quotate. Le società di private equity raccolgono finanziamenti da investitori istituzionali, come fondi pensione, fondazioni, assicurazioni e fondi sovrani, nonché da investitori ad alto patrimonio netto. Questi finanziamenti vengono aggregati in un fondo chiuso che fornisce capitale di rischio alle imprese in cambio di una partecipazione nella società target, con l'obiettivo di generare valore e ottenere un significativo rendimento finanziario nel corso

del tempo. Un'ulteriore caratteristica distintiva dell'attività di private equity, rispetto ad altre forme di partecipazione al capitale di rischio, è che gli investitori assumono un ruolo attivo nella gestione delle imprese in cui investono, apportando competenze manageriali, esperienza e reti di contatti per migliorare le operazioni aziendali e aumentare il valore delle società target. Questo coinvolgimento può includere la ridefinizione delle strategie aziendali, la riorganizzazione operativa, l'ottimizzazione della struttura del capitale e la ricerca di nuove opportunità di crescita.

Inoltre, i fondi di private equity hanno obiettivi d'investimento chiaramente definiti, talvolta concentrati in settori specifici e meno frequentemente sono fondi generici. Le società di private equity possono operare in diverse fasi di crescita di un'azienda, come l'avvio (venture capital), la crescita (growth equity) o l'acquisizione di aziende mature (private equity buyout). Ogni fase comporta diversi livelli di rischio e opportunità di rendimento.

L'attività di private equity è organizzata in modo da gestire l'incertezza associata al processo di investimento in aziende, soprattutto quando si tratta di imprese di nuova costituzione. Questa incertezza deriva da vari fattori, tra cui l'incertezza dei risultati delle tecnologie utilizzate, le competenze dell'imprenditore o del team manageriale, e i conflitti di interesse noti come costi di agenzia, dove gli incentivi dell'imprenditore potrebbero non essere allineati agli interessi dell'investitore. La struttura del private equity è appositamente progettata per affrontare queste sfide, cercando di ridurre le disparità informative e i problemi legati ai costi di agenzia.

Gli investitori giocano un ruolo attivo nella gestione delle aziende in cui investono. Questo coinvolgimento attivo è noto come "hands-on approach" e include la nomina di rappresentanti nel Consiglio di amministrazione. Gli investitori possono apportare cambiamenti significativi, come la riduzione dei costi e la ristrutturazione, per migliorare la redditività dell'azienda.

Inoltre, il private equity è caratterizzato da un orizzonte temporale a lungo termine, spesso da cinque a dieci anni o più. Gli investimenti attraversano diverse fasi, tra cui l'acquisizione, la crescita e l'exit strategica. Gli investitori mirano a ottenere profitti significativi alla fine del periodo di detenzione, utilizzando strategie di exit come la vendita o l'IPO.

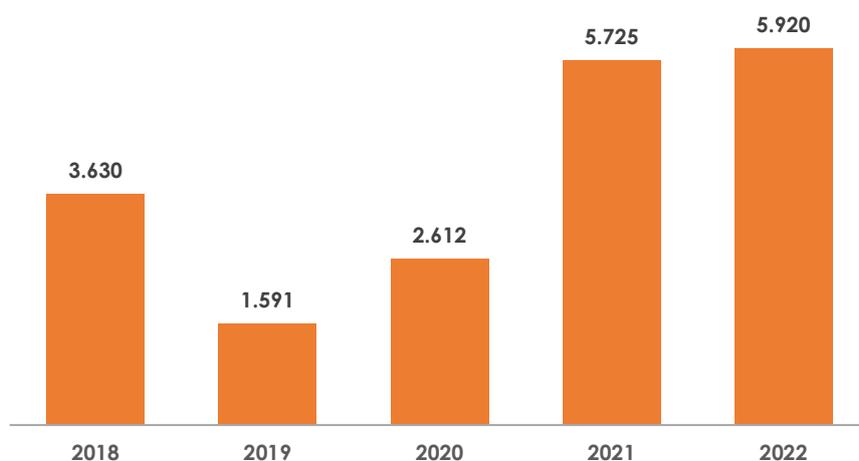
3.2.1 I dati del private equity in Italia

Il concetto di private equity ha fatto la sua comparsa negli Stati Uniti nel 1946 con la creazione del fondo American Research and Development. Questo fondo ha raccolto dotazioni da università e individui con alti patrimoni per investirli in start-up ad elevato contenuto tecnologico. Da allora, il concetto si è diffuso in tutto il territorio statunitense e si è evoluto fino a diventare un importante strumento di crescita aziendale sia negli Stati Uniti che nel resto del mondo. In Europa, i fondi di private equity hanno mostrato una crescita significativa, come evidenziato dal rapporto Invest Europe del 2021. Nel corso dell'anno 2021, i fondi di private equity hanno investito 138 miliardi di euro nelle imprese europee, registrando un aumento del 51% rispetto all'anno precedente e segnando un record storico. Di questi investimenti, 20 miliardi di euro sono stati destinati al Venture Capital, 79 miliardi di euro alle acquisizioni di buyout e 35 miliardi di euro alla crescita aziendale.

Come proporzione del GDP, gli investimenti di private equity hanno raggiunto lo 0,76% nel 2021, con Regno Unito, Svezia e Francia sopra l'1%, mentre l'Italia si è attestata allo 0,29%, appena al di sotto della Germania, che si è posizionata allo 0,33%.

Nel mercato italiano, l'analisi condotta da AIFI in collaborazione con PwC Italia per il 2022 ha mostrato una raccolta complessiva di fondi pari a 5.920 milioni di euro, registrando un aumento del 3% rispetto ai 5.725 milioni di euro raccolti nel 2021, come indicato nel grafico sottostante. Questo dato testimonia l'interesse e la crescita del settore del private equity e venture capital in Italia.

FIGURA 6 – CAPITALI RACCOLTI (EUR M)



FONTE: AIFI

Le fonti principali della raccolta sono state: fondi pensione e casse di previdenza (23,0%), assicurazioni (18,6%), banche (11,6%), settore pubblico (10,5%) e fondi sovrani (7,4%). Da segnalare inoltre un forte incremento della quota di capitali esteri sul totale dei capitali raccolti: ben il 45% rispetto all'11% registrato nel 2021.

Con riferimento al target di investimento, la quota predominante è data dalle operazioni di buyout con un 69% nel 2022.

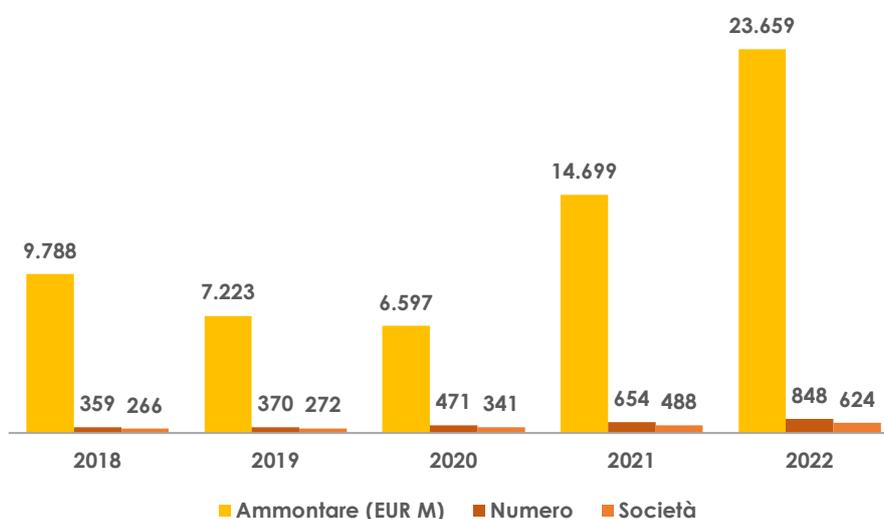
FIGURA 7 - DISTRIBUZIONE DELLA RACCOLTA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO



Fonte: AIFI

Nel corso del 2022 sono state registrate sul mercato italiano ben 848 operazioni di investimento, che hanno coinvolto 624 società, per un controvalore pari a EUR 23.659M. Si tratta dei valori più alti mai registrati nel mercato nazionale. Rispetto all'anno precedente, che già aveva fatto registrare livelli record (EUR 14.699M investiti in 654 operazioni), si è osservata una crescita del 30% del numero di operazioni e del 61% dell'ammontare investito.

FIGURA 8 - EVOLUZIONE DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO



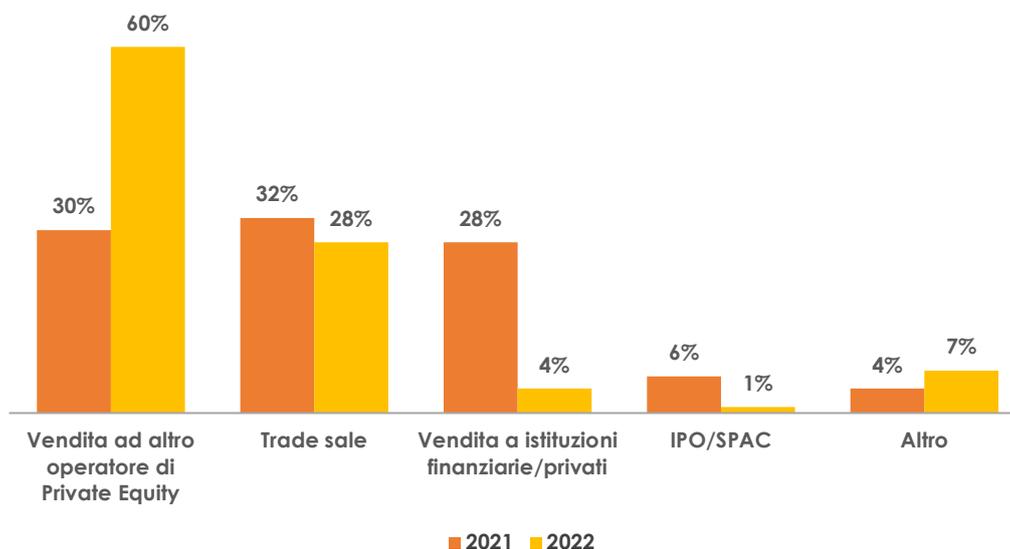
Fonte: AIFI

Con riferimento alla tipologia di operazioni realizzate, in termini di numero, con 547 investimenti, l'early stage si è posizionato al primo posto, seguito dal buyout (185), mentre le operazioni nel comparto delle infrastrutture sono state 52. In termini di ammontare, invece, i buyout hanno rappresentato il comparto del mercato verso il quale è confluita la maggior parte delle risorse (EUR 10.959M), seguiti a breve distanza dal segmento delle infrastrutture (EUR 10.695M). Infine, per quanto riguarda i disinvestimenti, nel corso del 2022 l'ammontare complessivo (calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni) ha raggiunto quota EUR

4.398M, in crescita del 63% rispetto al 2021 (EUR 2.702M di disinvestimenti registrati). In termini di numero, si sono registrate 117 dismissioni (104 nel 2021, +13%), distribuite su 94 società.

La modalità di cessione delle partecipazioni preferita è stata la vendita ad un altro operatore di Private Equity (incidenza del 60% per EUR 2.651M). I dati completi sono rappresentati nel grafico sottostante.

FIGURA 9 - EVOLUZIONE DELL'AMMONTARE DISINVESTITO (%) PER TIPOLOGIA



Fonte: AIFI

3.2.2 Impatto del private equity sulla crescita delle imprese

Svariati studi hanno evidenziato gli effetti positivi dell'attività di private equity sulla crescita dimensionale e sulla profittabilità delle imprese. Recenti dati provenienti dal mercato italiano, raccolti dall'AIFI-LIUC su un campione di 154 operazioni svolte tra il 2006 e il 2015, hanno rivelato un aumento significativo del grado di internalizzazione delle imprese finanziate dal private equity. Questo aumento è stato accompagnato dall'inserimento medio di tre nuovi manager e dall'introduzione di nuovi comitati a supporto del Consiglio d'Amministrazione. Inoltre, le imprese hanno adottato piani per il welfare dei dipendenti e incentivi per i manager.

Un'analisi condotta sui disinvestimenti di 238 aziende italiane tra il 2013 e il 2018, secondo il rapporto AIFI-LIUC, ha rivelato una crescita sostenuta nei tre anni successivi alla cessione, sia in termini di fatturato che di EBITDA, oltre a un aumento del numero dei dipendenti.

Secondo ulteriori analisi condotte dalla società PwC, le aziende supportate dal private equity hanno registrato un tasso di crescita medio annuo del fatturato pari al 6.5% nel periodo 2017-2021, molto superiore all'1.3% calcolato su un gruppo di imprese non quotate di dimensioni analoghe. Inoltre, le aziende sostenute dal private equity hanno registrato un tasso di crescita medio annuo del numero di occupati del 6%, mentre il gruppo di imprese non quotate ha riportato un tasso di crescita pari a zero nello stesso periodo.

3.2.3 Descrizione di una operazione di private equity buyout

Le operazioni di private equity buyout, che prevedono un ingresso maggioritario del fondo nel capitale dell'azienda, sono quelle più frequenti in Italia. I fondi di private equity, spesso avvalendosi di consulenti esterni, identificano aziende target e valutano l'opportunità di investimento. Questo processo richiede una rigorosa valutazione finanziaria e una pianificazione attenta per garantire il successo dell'acquisizione. Inizialmente, viene preparato un "**teaser**", un documento anonimo che sintetizza le principali caratteristiche dell'azienda target, che consente al fondo di effettuare un'analisi preliminare per ottenere un'idea approssimativa del valore della transazione o del moltiplicatore potenziale. Nella fase successiva, viene stipulato un accordo di riservatezza (**NDA - Non Disclosure Agreement**) per consentire al fondo o ai fondi interessati di accedere all'info-memo. L'info-memo è un documento dettagliato, solitamente ampio, che fornisce informazioni sulla storia dell'azienda, sui mercati di riferimento, sui concorrenti, sulla catena di approvvigionamento, sui punti di forza e debolezza, sulle prospettive di mercato (inclusi i tassi di crescita) e sul business plan.

Utilizzando queste informazioni, il fondo può procedere con ulteriori valutazioni e discussioni per determinare se l'investimento è in linea con le sue strategie e gli obiettivi di rendimento attesi. In questa fase, inizia la valutazione del prezzo di acquisto o del valore dell'azienda target.

In una fase successiva, il fondo di private equity e l'azienda target si incontrano per un ampio e fondamentale scambio conoscitivo, finalizzato a valutare la potenziale mutua convenienza della partnership. Durante questo incontro, vengono esplorati i valori e le visioni condivise, nonché gli obiettivi di crescita a lungo termine dell'azienda. Inoltre, si affrontano le dinamiche della squadra di gestione, la cultura aziendale e le eventuali sfide operative. Questo confronto svolge un ruolo cruciale per entrambe le parti, poiché costituisce la base per una collaborazione efficace e di successo. Consente di valutare se il fondo è in grado di offrire il supporto adeguato e le risorse necessarie per aiutare l'azienda target a raggiungere i suoi obiettivi. Allo stesso tempo, fornisce all'azienda target l'opportunità di comprendere se il fondo è il partner ideale per realizzare la propria visione di crescita.

In conclusione, il processo di valutazione e l'incontro conoscitivo svolgono un ruolo cruciale nel determinare la compatibilità tra il fondo e l'azienda target, valutando sia la fattibilità dell'operazione che le opportunità di crescita condivise. Questa fase rappresenta un momento critico per gettare le basi di una partnership di successo, in cui entrambe le parti lavorano insieme per perseguire obiettivi comuni e realizzare il massimo potenziale di crescita.

A questo punto, il fondo prepara una cosiddetta "lettera di intenti" (anche **LOI**), nella quale sono riportate di massime le condizioni alle quali il fondo sarebbe disposto a fare l'operazione. La proposta identifica:

- quota oggetto di acquisizione;
- proposta di prezzo ed eventuale presenza di Earn-out (cioè differimento di parte del prezzo collegandolo al raggiungimento di obiettivi);
- elementi predefiniti di rettifica all'Ebitda e alla PFN;
- modalità di formazione del prezzo;
- tempi di pagamento;
- tempi di esecuzione dell'operazione;
- possibili garanzie;

- altri elementi necessari, fra cui la precisazione che tutte le condizioni riportate sono soggette al buon esito delle attività di due diligence, e di queste clausole la più frequente è quella che il prezzo rimane valido se l'Ebitda e/o la PFN (Posizione Finanziaria Netta) ad esito della due diligence rimangono in un intorno prossimo a quello concordato.

Giunti alla firma della LOI, si parte con la fase delle **due diligence**. In taluni casi, si potrebbe parlare di una “confirmatory due diligence”, cioè una attività di analisi/verifica che ha un carattere di “conferma” rispetto a quanto già condiviso. Non è infrequente invece che, per quanto svolta con cura la fase iniziale, la due diligence porti alla luce temi rilevanti rispetto al prezzo e/o al rischio dell'operazione nel suo insieme. Durante il periodo di due diligence, alla società Target è richiesta ampia disponibilità per consentire agli advisor del potenziale acquirente di accedere a documenti riservati. Non si può escludere che anche durante questa fase alcune informazioni rimangano protette (ad esempio lista clienti e/o fornitori, piuttosto che accesso alla BOM (“Bill of Material” dei prodotti). Ciò si verifica in particolare quando l'interlocutore, con cui stanno procedendo le trattative, è un industriale o addirittura un competitor. In generale, il processo di due diligence copre i seguenti ambiti: (i) finanziario, (ii) commerciale, (iii) fiscale, (iv) legale, (v) risorse umane, (vi) ambientale, (vii) IT e/o altro.

A completamento della fase di due diligence, le parti iniziano **una fase di negoziazione** dove si discute dell'esito della due diligence. Questa fase può essere più o meno lunga e può portare anche all'interruzione dell'operazione laddove le Parti non riescano a trovare una convergenza sui punti in discussione. Solitamente rettifiche all'Ebitda o alla PFN possono alterare sensibilmente il quadro, così come eventuali rischi fiscali oppure modifiche normative o aspetti di business o legali possono spingere verso una rinegoziazione degli accordi iniziali che si erano cristallizzati nella LOI.

Conclusasi questa fase, si va verso la fase di scrittura degli accordi. In particolare il primo documento da predisporre è lo **SPA** ovvero “**Share Purchase Agreement**” e, in immediato subordine, sono scritti i patti parasociali. La scrittura dei due documenti richiede il coinvolgimento dei legali delle Parti. Di solito la prima bozza di SPA la propone l'acquirente.

Lo SPA è il contratto di compravendita, dove le parti riportano:

- a. l'oggetto dell'acquisizione;
- b. il prezzo ed eventuali clausole di earn-out;
- c. eventuali clausole di aggiustamento prezzo;
- d. tempi di pagamento;
- e. garanzie concesse dal venditore.

L'oggetto dell'acquisizione è chiaramente l'entità giuridica stessa o, nel caso di acquisizione di un ramo d'azienda, tutti gli asset specifici coinvolti nell'operazione, incluso il personale trasferito. Il prezzo dell'acquisizione rappresenta l'importo concordato tra le parti coinvolte. In alcune situazioni, soprattutto quando il prezzo è strettamente correlato alle prospettive future, potrebbero essere incluse clausole di earn-out, in cui una parte del prezzo è collegata al raggiungimento di determinati obiettivi prospettici, come ad esempio quelli relativi al fatturato, all'EBITDA o alla generazione di cassa. Tramite queste clausole, il fondo minimizza l'incertezza dell'operazione condizionandola a obiettivi intermedi.

Lo SPA può anche contenere clausole di "aggiustamento/rettifica" del prezzo. Queste clausole sono tipicamente legate al capitale circolante, specialmente quando il periodo tra la firma dello SPA e il passaggio effettivo delle quote (closing) è piuttosto lungo. Ciò potrebbe comportare il calcolo di un prezzo adeguato alla situazione reale dell'azienda al momento del passaggio delle quote, soprattutto se il capitale circolante risulta al di sotto della media in quel periodo dell'anno. Anche i tempi di pagamento possono diventare un elemento negoziabile rilevante, poiché le scadenze sono spesso legate a specifici accordi e obiettivi di business, come la conclusione di nuovi contratti con clienti. Le garanzie sono un aspetto critico dell'accordo, poiché definiscono per quanto tempo le parti intendono rimanere collegate dopo la conclusione dell'operazione. Il venditore potrebbe concedere garanzie limitate solo a determinati rischi e stabilire una garanzia massima, generalmente espressa in un "escrow," un conto corrente vincolato che accoglie una parte del prezzo e che può essere utilizzata per indennizzare gli acquirenti in determinate circostanze o restituita al compratore se i rischi previsti non si verificano entro i tempi stabiliti.

Parallelamente allo SPA, le parti negoziano anche i **patti parasociali**. Questi accordi regolano vari aspetti, tra cui la gestione futura dell'azienda e le condizioni in cui le parti possono attivare alcuni diritti. Le clausole di "drag along" e "tag along" risultano particolarmente importanti quando un fondo entra nell'azienda. Il "drag along" obbliga un socio di minoranza a vendere la sua quota insieme al socio di maggioranza, nel caso in cui si verificano determinate condizioni o obiettivi finanziari prestabiliti. Al contrario, il "tag along" protegge il socio di minoranza, consentendogli di vendere la sua quota insieme al socio di maggioranza per evitare di subire la cessione dell'impresa senza poter beneficiare delle condizioni negoziate dal socio di maggioranza.

Il fondo che investe richiede clausole di intervento (o tutela) che possono essere inserite nei patti parasociali o, più tipicamente, essere inserite in statuto. Il vantaggio di averle in statuto sta nel fatto che le clausole hanno applicazione diretta e massima tutela, in quanto una violazione dello statuto rende l'atto invalido ab origine, per difetto dei poteri di chi lo pone in essere mediante una data azione gestionale.

Usualmente l'ingresso di un fondo comporta vari livelli di coinvolgimento. A livello di consiglio d'amministrazione:

- l'ingresso di uno o più membri, espressione del fondo, nell'ambito del consiglio d'amministrazione; a volte, uno dei nuovi membri ha anche natura "indipendente";
- una serie di limiti ai poteri dell'amministratore delegato al fine di garantirne libertà di azione ma all'interno di un perimetro che ne ponderi i poteri di iniziativa e ponga limiti di spesa oltre certe soglie, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti;
- necessità di approvare ogni anno budget e aggiornamento del piano industriale;
- limiti alla definizione del compenso del consiglio, dell'AD e benefit collegati;
- limiti alle possibilità di assumere personale e limiti ai poteri nella definizione di controversie.

A livello di assemblea:

- eventuale inserimento di maggioranze qualificate per modificare l'atto costitutivo e/o lo statuto;

- eventuale inserimento di maggioranze qualificate per deliberare eventuali aumenti di capitale;
- eventuale inserimento di maggioranze qualificate per modifiche al Consiglio d'amministrazione;
- scelta a favore del fondo del revisore e/o di uno o più membri del collegio sindacale;
- eventuale inserimento in sede di statuto delle clausole di "drag along" e/o "tag along";
- altre materie che dovessero emergere in sede di negoziazione.

Chiaramente, le modifiche rappresentate sono oggetto di negoziazione; pertanto, esse non devono necessariamente proteggere solo uno o più investitori, bensì dovrebbero essere ben equilibrate per garantire a tutti i soci di sentirsi adeguatamente rappresentati e tutelati.

Sul piano più sostanziale, vanno valutati gli elementi di crescita che il fondo apporta all'azienda target. Al riguardo, si possono evidenziare i seguenti canali:

- costruzione di una AFC (Amministrazione Finanza e Controllo) in grado di supportare una crescita importante mediante l'analisi e l'elaborazione di dati e informazioni funzionali ad avere dati accurati al fine di prendere decisioni tempestive;
- un robusto contributo alla pianificazione e al controllo, dando separata enfasi ai due momenti; infatti lo sviluppo del budgeting e del piano (avendo riguardo ad un periodo temporale più lungo) sono la base per indirizzare in modo puntuale l'attività di crescita e allo stesso tempo diventano necessario elemento di confronto per operare un controllo produttivo;
- sviluppo alla crescita, sia in termini di ricavi che di controllo costi.

In particolare, rispetto ai primi due punti enunciati, la figura del CFO è necessaria oltre che strategica. Non è una questione di dimensione della realtà di partenza a stabilirne la necessità, quanto invece l'obiettivo da raggiungere e il percorso di uscita. Non è possibile che l'Exit prospettica venga gestita in modo appropriato senza che si costruisca, in modo tempestivo, un insieme di informazioni funzionali. Per ottenere tale risultato la figura di un CFO, con grande attenzione al controllo, rimane fondamentale.

Da ultimo analizziamo il tema del financing dell'operazione di acquisizione. La quasi totalità delle operazioni effettuate da un PE sono effettuate a leva. La quantità di leva dipende da molti fattori, fra cui sicuramente la situazione di partenza della Target nonché il costo del debito. Usualmente le banche richiedono l'inserimento di covenants nell'ambito del contratto di finanziamento. Tali covenants riguardano tipicamente:

- Ebitda / PFN;
- cash flow operativo / PFN;
- l'interessi passivi o netti / Ebitda;
- PFN / Equity.

I covenants hanno valori che si modificano negli anni, in quanto sono stati fissati avendo riguardo al Piano sviluppato inizialmente. La necessità di calcolare tali valori e di relazionarsi con le banche rafforza la necessità di strutturare in modo accurato la funzione AFC, dotandosi di un CFO con le giuste competenze ed esperienze. Si segnala che la violazione dei covenants, da contratto, comporta usualmente il diritto da parte delle banche di chiedere il rientro immediato del debito residuo. Inoltre, il contratto è solito prevedere alcune clausole di tutela

che garantiscono alle banche il diritto di considerare immediatamente esigibile il debito residuo ad un dato momento, per esempio nel caso di caduta sotto una procedura concorsuale o nel caso di cessione dell'azienda (quest'ultima nota come clausola di "change of ownership").

3.2.4 Fattori critici e di successo per la realizzazione di una operazione di private equity

I fattori critici che possono influenzare il successo di un'operazione di private equity sono stati ampiamente provati ed esaminati attraverso contributi esperienziali. Questi fattori possono essere suddivisi in interni ed esterni, ciascuno con il proprio impatto significativo:

Fattori interni:

1. competenze manageriali: È fondamentale che l'azienda target abbia manager competenti e attenti agli aspetti quantitativi del bilancio;
2. Governance: È fondamentale che leadership e governance aziendali siano ben definiti.

Fattori esterni:

1. posizionamento competitivo: L'azienda target deve avere un forte posizionamento competitivo in mercati in crescita e un orientamento all'export;
2. performance pregresse: Le performance finanziarie precedenti all'operazione devono essere positive, con un EBITDA superiore al 15% del fatturato e una posizione finanziaria netta positiva;
3. diversificazione: È auspicabile che l'azienda target sia diversificata sia a livello di prodotto che geograficamente.

Per garantire il successo dell'operazione di private equity, è cruciale stabilire fin da subito un rapporto di collaborazione tra l'azienda target e il fondo di investimento. Questo rapporto dovrebbe essere basato sull'allineamento degli interessi tra manager/proprietari e investitori. Un eccessivo focus del fondo sul ritorno economico dell'investimento o l'inclusione di clausole complesse possono rappresentare fattori negativi durante le trattative. È essenziale comprendere il processo di creazione del valore che avverrà dopo l'operazione, con il fondo che apporterà progettualità, professionalità, attenzione agli obiettivi e capitale. Infine, durante il processo di finanziamento, l'azienda target dovrebbe evitare di concentrarsi esclusivamente sull'aspetto finanziario, poiché ciò potrebbe ostacolare il completamento dell'operazione. Un approccio equilibrato, tenendo conto degli aspetti strategici e operativi, sarà fondamentale per il successo complessivo dell'operazione di private equity.

3.3 Quotazione sui mercati azionari

I mercati azionari di riferimento per l'Italia sono quelli all'interno di Borsa Italiana, parte del Gruppo Euronext, la principale piattaforma di mercato pan-Europea, dalla primavera 2021.

I mercati azionari di Borsa Italiana consentono ad aziende di ogni dimensione di raccogliere risorse finanziarie per favorire il consolidamento della posizione competitiva, lo sviluppo e la crescita.

L'offerta di Borsa Italiana è infatti ampia e trasversale, a supporto di una diversa tipologia di società e dei veicoli di investimento. In particolare, include:

- Euronext Milan si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione. Euronext Milan è il mercato regolamentato allineato alle best practice internazionali, porta di accesso per investitori globali; all'interno del mercato Euronext Milan, vi è il Segmento STAR-Segmento Titoli Alti Requisiti, dedicato alle piccole e medie imprese che aderiscono volontariamente a stringenti requisiti apprezzati dagli investitori globali in termini di governance, trasparenza e liquidità;
- Euronext Growth Milan MTF, Growth Market è dedicato alle PMI dinamiche e competitive che, grazie a un approccio regolamentare equilibrato, offre un percorso di quotazione calibrato sulla struttura delle PMI, basandosi sulla figura centrale di un consulente – Euronext Growth Advisor – che accompagna la Società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato. All'interno del mercato EGM, vi è il Segmento Professionale che, nato nel 2020, è dedicato alle PMI che desiderano accedere ai mercati con un approccio graduale; a start-up e scale-up che hanno avviato la commercializzazione da meno di un anno; tale segmento contempla la possibilità di operazioni di Just Listing e strutture di offerta che presentano caratteristiche di complessità;
- Euronext MIV Milan è il Mercato degli Investment Vehicles, riferimento per la quotazione di fondi e veicoli societari che investono in strumenti di economia reale. È in grado di ospitare numerose tipologie di veicoli italiani ed esteri, rivolti a retail o investitori professionali.

3.3.1 I dati del mercato Euronext Milan

Euronext Milan (EXM) è il mercato principale di Borsa Italiana, regolamentato con regolarità di funzionamento, autorità vigilante e rispetto degli obblighi di trasparenza, dedicato alla quotazione di società più strutturate. Sottoposto a requisiti stringenti e allineati alle migliori prassi internazionali, per consentire ai medi e grandi gruppi imprenditoriali italiani di poter accedere a importanti pool di liquidità internazionali, attraendo investitori istituzionali, professionali ed il pubblico risparmio.

Al 30 giugno 2023, le società quotate su Euronext Milan erano 226 per una capitalizzazione complessiva pari a 752 miliardi di Euro.

I settori più rappresentati sono Finanza (26%), Consumer Discretionary (22%), Utilities (14%); Energy (11%).

Nella prima parte del 2023 diverse società hanno fatto accesso al mercato Euronext Milan, 4 tramite una IPO diretta, 4 tramite passaggio di mercato da Euronext Growth Milan e infine una società (Eurocommercial Properties) come effetto di un triplo Listing.

In particolare sono approdate sul Listino: EuroGroup Laminations, Lottomatica Group, Italian Design Brands e Ferretti mentre hanno fatto un passaggio di mercato: Technoprobe, Digital Value, Unidata e CY4Gate. La raccolta complessiva in questa prima parte dell'anno è stata

superiore a 1,3 Miliardi di Euro per una capitalizzazione complessiva superiore ai 4 Miliardi di Euro.

All'interno del Mercato Euronext Milan, Euronext STAR Milan è il segmento dedicato alle piccole medie imprese che volontariamente adottano requisiti stringenti in termini di trasparenza, liquidità e governance. Euronext STAR Milan è sinonimo di eccellenza imprenditoriale.

I principali requisiti richiesti alle società STAR in fase di ammissione si dividono in quelli relativi alla Liquidità: (i) Market Cap almeno pari a 40 Milioni di Euro, (ii) Free Float almeno pari al 35%, (iii) presenza di uno Specialista, con funzioni di garantire la liquidità del titolo, produrre almeno due ricerche l'anno sull'emittente e organizzare almeno due incontri l'anno con investitori; alla Trasparenza: (i) sui dati di bilancio, (ii) giudizio positivo della società di revisione, (iii) presenza di un Investor Relator dedicato; e alla Governance in materia di composizione del CdA, dei Comitati interni, del Modello 231 e la Remunerazione Incentivante.

Le società quotate su Euronext STAR Milan, a fronte degli oneri appena sintetizzati, beneficiano di un maggior riconoscimento da parte degli investitori rispetto alle altre quotate di dimensioni paragonabili.

L'incontro tra best practice e servizi di visibilità ha innescato un circolo virtuoso in grado di attrarre capitali domestici ed internazionali e generare significative overperformance dell'indice FTSE ITALIA STAR.

Al 30 giugno 2023, il Segmento STAR include 73 società in rappresentanza di 10 industries per una capitalizzazione complessiva pari a 51,5 Miliardi di Euro e una capitalizzazione media di oltre 700 Milioni di Euro.

I settori più rappresentati sono: Industrials (34%), Health care (19%), Finanza (18%), Tecnologia (16%).

3.3.2 I dati del mercato Euronext Growth Milan

Al 2 giugno 2023, le società quotate su Euronext Growth Milan erano 195 per una capitalizzazione complessiva pari a 9,5 miliardi di euro.

Il mercato ha registrato un notevole sviluppo a partire dal 2016, grazie all'effetto combinato dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) e del credito di imposta sui costi di IPO (CDI): +155% in termini di società quotate rispetto al 31 dicembre 2016, +229% in termini di capitalizzazione rispetto al 31 dicembre 2016.

EGM si è evoluto incrementando l'eterogeneità settoriale e territoriale delle PMI. In termini di società quotate:

- i settori più rappresentati sono Tecnologia (21%), Industria (17%), Servizi (13%) e Finanza (11%);
- le regioni più rappresentate sono Lombardia (43%), Lazio (12%), Veneto (9%) ed Emilia Romagna (8%).

EGM ha contribuito alla crescita del mercato regolamentato con 25 società che hanno perfezionato il translisting su EXM/STAR. La capitalizzazione complessiva al translisting era pari a 6,0 miliardi di euro, per un valore medio di 242 milioni di euro. Al 2 giugno 2023 le 22 società

quotate sul mercato principale capitalizzavano complessivamente 13,0 miliardi di euro, registrando una performance media dal translisting pari a +119%. EGM ha altresì registrato 22 Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA), 35 delisting e 3 fusioni.

Euronext Growth Milan ha registrato, nella prima parte del 2023, 10 IPO. La raccolta complessiva, comprensiva di greenshoe ove esercitata, è stata pari a 91,0 milioni di euro. L'identikit della società quotata nel 2023 presenta i seguenti dati medi in IPO:

- flottante pari al 21,4%;
- capitalizzazione pari a 39,8 milioni di euro;
- raccolta media pari a 9,1 milioni di euro (per il 94% in aumento di capitale).

In particolare, sono approdate sul listino dedicato alla crescita delle PMI: Pasquarelli Auto, RES, Ecomembrane, Cube Labs, Reway Group, Creactives Group, Valtecne, Gentili Mosconi, TMP Group, Deodato Gallery. Il 2023 ha inoltre registrato il passaggio da Euronext Growth Milan al mercato principale di: Technoprobe e Digital Value; l'OPA su Nice Footwear; il delisting di Fabilia Group. L'analisi della composizione settoriale evidenzia la prevalenza di Industria (40%), Tecnologia e Moda e Lusso (20%), Servizi (10%).

Analizzando la composizione regionale delle IPO 2023 emerge che le nuove quotate provengono da 6 Regioni: prima la Lombardia con il 50% delle quotazioni, seguita da altre 5 regioni con il 10% (Abruzzo, Lazio, Molise, Toscana, Veneto).

A partire dal 20 luglio 2020 è entrata in vigore la modifica del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan che ha introdotto il Segmento Professionale, all'interno del mercato Euronext Growth Milan, ideato per e riservato agli investitori professionali così da rispondere alle esigenze di quotazione di un più ampio numero di imprese, tra cui PMI innovative, start-up e scale-up.

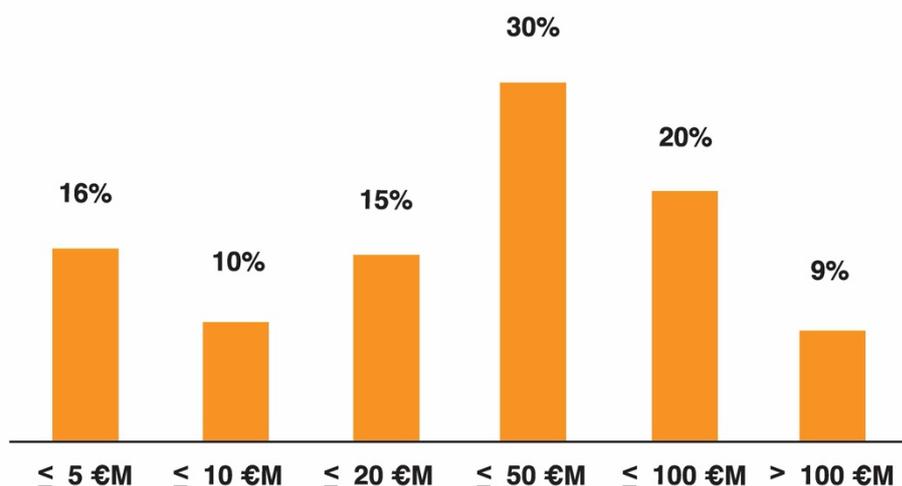
Il segmento è rivolto, in particolar modo, a società che preferiscono accedere con gradualità al mercato pubblico dei capitali, dotandosi progressivamente delle strutture necessarie ad operare con gli investitori. È un segmento a disposizione anche di start-up e scale-up che hanno attivato la commercializzazione di prodotti/servizi da meno di un anno e/o che devono ancora avviare fondamentali funzioni/processi strategici previsti dal modello di business. Possono inoltre accedere società che desiderano aumentare la visibilità con gli investitori prima di procedere all'offerta ('just listing').

Si tratta dunque di un segmento rivolto a società che non presentano un immediato fabbisogno di raccolta, che mirano a incrementare la visibilità con gli investitori prima di procedere con l'offerta e/o che attendono condizioni di mercato migliori in sede di offerta. Alle società ammesse nel Segmento Professionale si applicano regole specifiche in tema di flottante minimo. È necessaria l'esistenza di un flottante minimo pari ad almeno il 10% del capitale. Tale condizione si presume realizzata quando le azioni sono ripartite presso almeno cinque investitori che non devono essere parti correlate, né dipendenti della società o del gruppo ma che possono non avere natura istituzionale o professionale. Qualora il flottante sia inferiore al 10% del capitale, ma comunque superiore alla soglia minima del 2% del capitale, o qualora il numero minimo di investitori o le loro caratteristiche non soddisfino (gli investitori siano parti correlate o dipendenti della società o del gruppo) i criteri, Borsa Italiana contestualmente all'ammissione dell'emittente EGM alle negoziazioni dispone la sospensione delle stesse fino a quando il requisito del flottante nei termini previsti per il Segmento Professionale venga

pienamente rispettato. Trascorsi due anni senza che tale requisito venga soddisfatto, Borsa Italiana dispone la revoca dalle negoziazioni.

Cambiano e sono semplificate anche le modalità di negoziazione: non è richiesta la presenza di un operatore specialista, la tipologia di negoziazione è ad asta unica giornaliera ed il lotto minimo di negoziazione è di 5.000 euro.

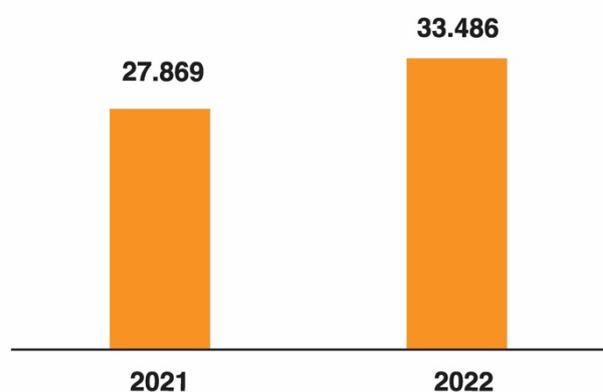
FIGURA 10 - DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE SU EGM PER RICAVI 2022



FONTE: OSSERVATORIO PMI EGM X EDIZIONE DI IRTOP CONSULTING SU BILANCI SOCIETARI 2022

Sulla base dei bilanci 2022, le 196 società quotate su EGM al 31 maggio 2023 hanno occupato complessivamente 33.486 dipendenti, +20% rispetto ai 27.869 dipendenti occupati dalle stesse società nel 2021. La crescita media è pari a +33%. I settori che occupano, in media, il maggior numero di risorse sono: Industrial Services (388), Producer Manufacturing (374) e Consumer Non-Durables (232).

FIGURA 11 - EGM: NUMERO COMPLESSIVO DI DIPENDENTI

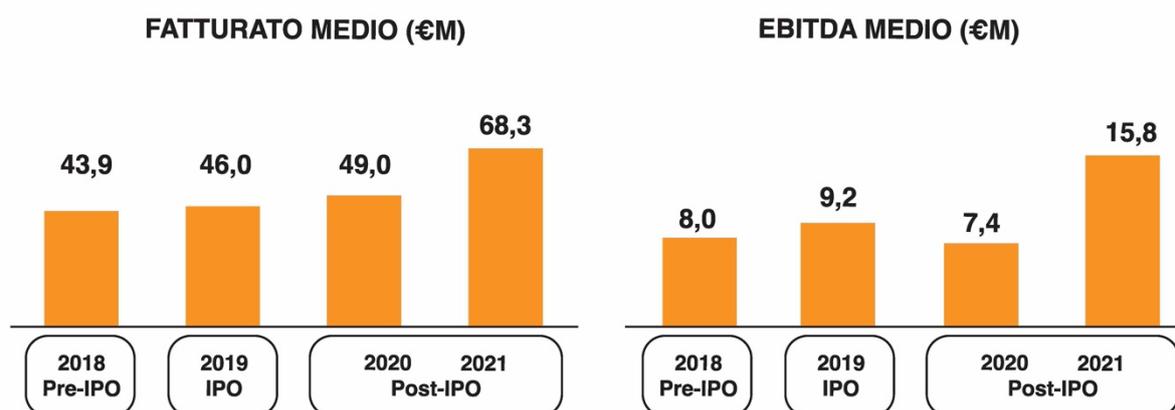


FONTE: OSSERVATORIO PMI EGM DI IRTOP CONSULTING AL 2/6/2023 SU BILANCI SOCIETARI 2022

3.3.3 Impatto sulla crescita delle imprese della quotazione su EGM

Un'analisi condotta da Azimut Direct sui bilanci delle società che hanno effettuato una IPO nel 2019 conferma come EGM sia un mercato fortemente appetibile per le piccole e medie imprese in cerca di capitali per finanziare la propria crescita. Dal 2018 (data precedente all'IPO) al 2021, infatti, a livello aggregato le imprese quotate nel 2019 hanno sperimentato una solida crescita sia del fatturato che dell'EBITDA (con un leggero rallentamento nell'EBITDA 2020 dovuto alla pandemia).

FIGURA 12 - ANALISI CONDOTTA DA AZIMUT DIRECT SUI BILANCI DELLE SOCIETÀ CHE HANNO EFFETTUATO UNA IPO NEL 2019



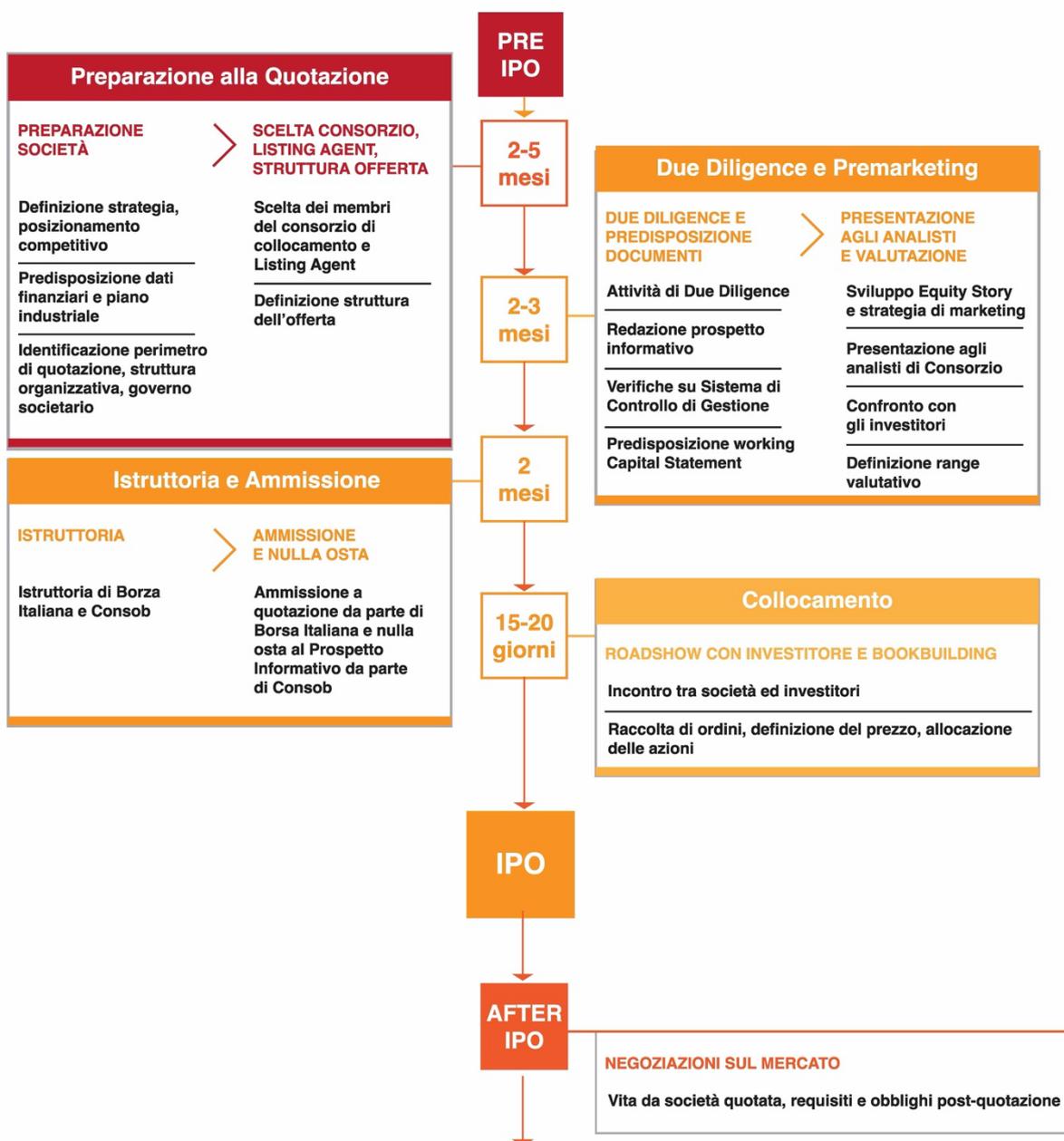
Fonte: ELABORAZIONI AZIMUT DIRECT SU BILANCI SOCIETARI E DATI BLOOMBERG

3.3.4 Il processo di quotazione

Il processo di quotazione che porta una società ad affacciarsi sul mercato dei capitali coinvolge sia l'imprenditore, con la compagine aziendale, sia gli Advisor esterni.

La quotazione in Borsa rappresenta una scelta strategica che si riflette su tutti gli elementi della gestione ordinaria e sui rapporti con gli stakeholder. Gli esiti del processo dipendono non solo dalle caratteristiche e dalle potenzialità del business, ma anche dallo sforzo profuso nel periodo precedente la quotazione nel miglioramento dei sistemi manageriali che permetteranno alla società, una volta quotata, di gestire al meglio tutti gli elementi salienti del rapporto con il mercato.

Il Processo di quotazione sul mercato Euronext Milan comprende le seguenti fasi:



I requisiti di ammissione e permanenza in quotazione sono allineati alle migliori prassi internazionali, per consentire ai medi e grandi gruppi imprenditoriali italiani di poter accedere a importanti pool di liquidità internazionali. Vi sono alcuni requisiti formali, tra cui:

- capitalizzazione minima di € 40 milioni e un flottante almeno pari al 25%;
- principi contabili internazionali;
- specialist obbligatorio per società con capitalizzazione inferiore a € 1 miliardo per i primi tre anni dalla quotazione;
- dati semestrali;
- dati annuali.

Ed altri sostanziali:

- chiara visione strategica;
- buon posizionamento competitivo;
- sostenibilità finanziaria del business;
- autonomia gestionali;
- chiara visione strategica;
- adesione ai principi del Codice di Autodisciplina (consigliata).

Le società sono dunque molto eterogenee, sia per dimensione che per settore di appartenenza. Guardando ad esempio alle società attualmente quotate, si va da aziende con una capitalizzazione minima di € 40 milioni all'ammissione a società con capitalizzazione di mercato di oltre € 60 miliardi. Questo mercato è infatti in grado di soddisfare l'esigenza di quotazione di PMI, così come l'esigenza di visibilità e standing internazionale dei grandi players con leadership mondiali.

Al mercato regolamentato hanno accesso sia investitori domestici che internazionali, sia di natura retail che professionali. La base di investitori che stabilmente investe nei titoli quotati sul mercato EXM è molto ampia e diversificata. Sono oltre 8800 i fondi facenti capo a quasi 2000 case d'investimento che guardano a questo mercato da tutti i continenti e da oltre 50 paesi: Stati Uniti al primo posto, seguiti da Gran Bretagna, Francia, Nord Europa, fino all'Australia e alla Nuova Zelanda. Sono presenti i più importanti investitori globali, ma anche i piccoli investitori di nicchia, grandi asset managers, grandi assets owners, fondi pensione e fondi sovrani.

Anche le strategie d'investimento sono molto variegate, da chi investe in maniera passiva cercando esposizione alla nostra economia per il tramite dell'investimento nei 40 principali titoli del listino inclusi nel FTSE MIB a chi invece attua strategie di "stock picking" in cerca di importanti potenziali di crescita o di flussi di dividendi.

Tutti gli investitori denotano oramai una certa sensibilità alle tematiche di sostenibilità, da chi investe esclusivamente secondo principi ESG o di "impact investing", a chi invece integra nelle proprie scelte di investimento anche considerazioni legate alla strategia di crescita sostenibile delle imprese.

Sul mercato EXM quindi possibile accedere ai più importanti pool d'investimento domestici ed internazionali, senza rinunciare al contributo degli investitori retail domestici.

La quotazione su EGM avviene attraverso un percorso di quotazione semplificato. EGM, dal 2018 SME Growth Market, è un MTF (Multilateral Trading Facility) organizzato e gestito da Borsa Italiana, la cui struttura, in minima parte sottoposta alla disciplina e all'autorizzazione delle Autorità di Vigilanza, è stata impostata adottando un approccio regolamentare equilibrato tra le esigenze delle PMI e degli investitori. Nato a fine 2008 sull'esempio di successo del mercato AIM del London Stock Exchange, che è da circa vent'anni riferimento internazionale per le società Small&Mid Cap ad elevato potenziale di crescita, l'ex mercato AIM Italia si è evoluto fino ad integrare, nel marzo 2012, il MAC - Mercato Alternativo del Capitale, nell'ambito di un percorso di razionalizzazione e sviluppo dei listini dedicati alle società di piccola e media capitalizzazione da parte di Borsa Italiana.

Il mercato EGM è attualmente caratterizzato da un'elevata rappresentatività del tessuto imprenditoriale italiano. Tale mercato accoglie imprese appartenenti a molteplici settori dell'economia nazionale e del Made in Italy, con dimensioni di fatturato prevalentemente inferiori ai 50 milioni di euro (un quarto del totale inferiore a 10 milioni di euro) e con elevato grado di innovazione. Esso rappresenta l'unico mercato "non regolamentato" che può ospitare le azioni quotate dalle PMI Innovative. Si caratterizza per un'elevata dinamicità del mercato secondario (aumenti di capitale, mini-bond, M&A) e presenta impatti positivi generati sull'economia nazionale sintetizzabili in circa 33.087 posti di lavoro (+19% rispetto al 2021) e 9,58 miliardi di euro in termini di giro d'affari nel 2022.

Le operazioni di quotazione su questo mercato si rivolgono principalmente a investitori istituzionali e ad altre classi di operatori come family office, private bankers, investitori professionali che hanno un orizzonte temporale di investimento di medio periodo (per operazioni sul mercato primario e secondario) e fondi PIR Compliant. Nel segmento secondario, il mercato è accessibile anche agli investitori retail attraverso ordini di compravendita impartiti alla banca o all'intermediario di riferimento.

Tra i fattori che hanno contribuito al successo di EGM:

- la concreta possibilità di accesso al mercato azionario per aziende caratterizzate da una limitata dimensione di fatturato;
- minori requisiti e tempistiche snelle nella fase di ammissione alla quotazione rispetto al mercato regolamentato Euronext Milan (EXM);
- un processo semplificato ed equilibrato di IPO che ha l'obiettivo di facilitare la transizione graduale di una PMI verso lo status di società quotata;
- minori costi e adempimenti richiesti durante il periodo di permanenza sul mercato, con l'effetto che la flessibilità regolamentare consente alle aziende di concentrarsi maggiormente sulla crescita del proprio business;
- un network di operatori e consulenti specializzati che sostiene le imprese in ogni fase del percorso di IPO grazie all'expertise sul mercato dei capitali e alla conoscenza del contesto normativo;
- una base diversificata e internazionale di investitori con obiettivi strategici chiari e prospettive di investimento a medio termine;
- una riduzione della dipendenza delle PMI dal sistema creditizio e un'alternativa all'autofinanziamento interno e al project financing;
- la possibilità di quotare nuovi veicoli societari di investimento come le SPAC (Special Purpose Acquisition Company), contenenti esclusivamente cassa e costituiti per raccogliere capitali attraverso il collocamento e la quotazione dei propri strumenti finanziari con l'obiettivo di acquisire, entro 18-24 mesi (attraverso una fusione o aggregazione), una società operativa; una SPAC consente, quindi, l'accesso indiretto delle PMI su EGM grazie ad un iter ancora più snello.

EGM consente una riduzione degli adempimenti necessari per l'ammissione alle negoziazioni per gli emittenti in equilibrio con le esigenze informative e di scelta degli investitori.

A differenza dei requisiti stabiliti per il listino principale, EGM non prevede criteri minimi di accesso in termini di capitalizzazione e dimensioni societarie o di una specifica struttura di governo societario. Per l'accesso non è neppure richiesto un numero minimo di anni di esistenza

della società, né che l'emittente sia costituito esclusivamente in Italia. Rispetto al Prospetto Informativo, è necessaria la redazione di un Documento di Ammissione semplificato.

I criteri per l'ammissione, stabiliti da Borsa Italiana, fanno solo riferimento a:

- una soglia minima di azioni sul mercato in termini di flottante, pari al 10%, con l'obiettivo di garantire un'adeguata liquidità del titolo e di rendere possibile un approccio graduale di apertura del capitale. Al fine di irrobustire il processo di formazione del prezzo nella fase di collocamento, il requisito del flottante minimo si ritiene soddisfatto quando le azioni vengono sottoscritte da almeno 5 investitori istituzionali ai sensi dell'Allegato II, categoria I, 1) della direttiva MiFID 2014/65/UE;
- la certificazione di un bilancio (se esistente) da parte di una società di revisione. Il bilancio deve essere redatto secondo i principi contabili internazionali o italiani. L'eventuale adozione dei principi IFRS rappresenta una scelta strategica e di valore per le PMI, perché rende comparabili i dati esposti nei bilanci, è in grado di attrarre maggiormente gli investitori istituzionali esteri ed è utile per comunicare efficacemente con tutti gli stakeholder della società;
- la nomina e il mantenimento di almeno un amministratore indipendente, scelto tra i candidati che siano stati preventivamente individuati o valutati positivamente dall'EGA (Euronext Growth Advisor);
- l'incarico all'EGA (ex NomAd), che garantisce presenza e supporto continuo dalla fase di ammissione e per tutto il periodo di permanenza sul listino con l'obiettivo di far rispettare gli adempimenti dettati dal Regolamento Emittenti EGM;
- il documento di ammissione, redatto dalla società con la supervisione dell'EGA, riporta le informazioni relative all'attività della società, al management, agli azionisti e ai dati economico-finanziari; non è necessaria la predisposizione di un Prospetto Informativo a meno che non si riscontrino i presupposti di applicazione della Direttiva Prospetto Vigente (offerta mista, rivolta a investitori istituzionali e al pubblico);
- la nomina di un Investor Relations Manager, soggetto professionalmente qualificato che abbia come incarico specifico (non necessariamente esclusivo) la gestione dei rapporti con gli investitori;
- la creazione e strutturazione di un sito internet, che consenta l'accesso indiscriminato e tempestivo alle informazioni economico-finanziarie e price sensitive dell'emittente.

A quest'ultimo riguardo, è bene entrare più nel dettaglio. L'articolo 26 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan prevede l'esistenza, dalla data di ammissione, di un sito web sul quale dovranno essere messe a disposizione del pubblico tutte le informazioni riguardanti: la descrizione del business, la composizione degli organi amministrativi e di controllo; la descrizione del sistema di governo societario e informazioni su eventuali comitati interni; l'indicazione del Paese nel quale l'emittente è stato costituito e, nel caso di società estere, una dichiarazione sui diritti degli azionisti; lo statuto; bilanci, relazioni semestrali e, se redatti e resi pubblici, i resoconti intermedi di gestione o le relazioni trimestrali; i comunicati stampa; il documento di ammissione; informazioni dettagliate sull'Euronext Growth Advisor e altri eventuali consulenti chiave; informazioni sugli azionisti significativi, inclusi il nome e le partecipazioni aggregate, sulla base delle comunicazioni effettuate (tali informazioni presenti sul sito corporate devono essere aggiornate almeno ogni sei mesi dopo l'IPO); ogni altro documento messo a disposizione dei titolari di strumenti finanziari negoziati sul mercato

Euronext Growth Milan (incluse le eventuali relazioni illustrative per le assemblee e i verbali assembleari).

Tutti i documenti di ammissione, i documenti messi a disposizione degli azionisti e qualsiasi altra informazione previsti dal Regolamento devono essere presentati in italiano; l'emittente può scegliere in alternativa, al momento dell'ammissione, l'inglese come lingua di riferimento.

In relazione ai requisiti di corporate governance in IPO, il passaggio a società quotata comporta che gli amministratori assumano una maggiore responsabilità nella gestione del business, garantendo al contempo l'interesse di tutti gli azionisti. Per questa ragione è istituita l'obbligatorietà di almeno un amministratore indipendente, ossia di un soggetto in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3 del TUF (analogamente alla definizione rilevante per le società quotate sui mercati regolamentati a norma dell'articolo 147-ter, comma 4 del TUF). L'amministratore indipendente va scelto dagli azionisti tra i candidati che siano stati preventivamente individuati o valutati positivamente dall'EGA. In luogo di tale definizione, l'emittente può far riferimento ad altra definizione prevista in uno dei Codici di autodisciplina in tema di governo societario esistenti per le società di capitali che preveda requisiti di indipendenza almeno equivalenti a quelli dell'articolo 148, comma 3, del Testo unico, a prescindere dalla circostanza che l'emittente abbia o meno aderito a tale Codice.

Per quanto riguarda gli assetti proprietari, nel caso di società controllate da altre società già quotate non è ammessa l'assunzione di deleghe operative nell'emittente (e viceversa) da parte di amministratori esecutivi e dirigenti. I requisiti economico-finanziari e ulteriori requisiti specifici di quotazione sono definiti dall'Euronext Growth Advisor sulla base del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan. Possono essere richieste, inoltre, informazioni e documenti più specifici per permettere l'attestazione sull'adeguatezza della società alla quotazione.

Successivamente all'IPO, l'emittente deve obbligatoriamente mantenere uno Specialist, ovvero un intermediario che svolga funzioni di market making, impegnandosi a sostenere la liquidità del titolo in conformità con quanto disposto dal Regolamento degli operatori e delle negoziazioni. Il market making deve assicurare l'esposizione continua di proposte di acquisto e di vendita a prezzi che non si scostino tra di loro di una percentuale (spread) superiore a quella stabilita da Borsa Italiana.

I requisiti post quotazione e gli adempimenti continuativi per la permanenza sul mercato EGM sono:

- la produzione e la pubblicazione di ricerche (Equity Research) per favorire una maggiore trasparenza e consapevolezza nelle scelte di investimento attraverso la copertura sul titolo. Borsa Italiana ha introdotto a fine 2017 questa novità, richiedendo allo Specialist di produrre direttamente o di far produrre a soggetti specializzati indipendenti almeno due Equity Research durante l'anno. Le ricerche dovranno essere redatte e rese disponibili, tempestivamente e secondo i migliori standard, in occasione dell'approvazione dei risultati di esercizio annuali e semestrali;
- la redazione e pubblicazione dei Bilanci di esercizio presentati in conformità con i Principi Contabili Italiani o i Principi Contabili Internazionali o gli US GAAP (sottoposti a revisione contabile) entro 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio;

- la redazione e pubblicazione delle Relazioni semestrali entro 3 mesi dalla chiusura del periodo contabile. L'informazione contenuta nella relazione semestrale deve includere almeno lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario e deve contenere dati confrontabili per il corrispondente periodo del precedente esercizio finanziario. Inoltre, la relazione semestrale deve essere preparata e redatta secondo modalità omogenee a quelle adottate nel bilancio, avuto riguardo ai principi contabili applicabili allo stesso;
- le comunicazioni price-sensitive obbligatorie, come definite nell'ambito dell'informativa di carattere continuo secondo la Market Abuse Regulation (informazioni privilegiate), relative all'Informativa Periodica (natura contabile, Bilancio e Semestrale), all'Informativa Straordinaria secondo il Regolamento Emittenti EGM e alle prassi del mercato principale che riguardano, ad esempio, operazioni significative (art. 12), operazioni con parti correlate (art. 13), reverse take-over (art. 14) e cambiamenti sostanziali sul business (art. 15).

Non vi è l'obbligo di pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive. Le comunicazioni price-sensitive sono redatte con il supporto dell'Advisor di comunicazione finanziaria e Investor Relations, sono condivise con l'EGA e riguardano tutte le informazioni che potrebbero avere un impatto sull'andamento del titolo. La diffusione dell'informativa obbligatoria avviene nel rispetto delle modalità e delle tempistiche previste dalla normativa affinché siano stabiliti efficienti modalità di divulgazione che rendano l'informazione "pubblica" e fruibile dagli investitori e dagli stakeholder.

3.3.5 Fattori di successo e critici in una IPO

La decisione di una società di quotarsi in Borsa è strettamente connessa al progetto strategico di crescita futura, che non può prescindere dal track record di attività e dalla sostenibilità futura del modello di business. In fase di IPO la definizione di una strategia precisa, che permetta di comprendere come la società intenda creare valore a vantaggio degli azionisti, rappresenta il momento essenziale del processo di preparazione verso la quotazione. È altrettanto importante la capacità di trasmettere il valore dell'azienda: comunicare l'esistenza di un progetto strategico chiaro e credibile è indispensabile per coinvolgere gli investitori istituzionali. Il valore della società e l'opportunità di investimento sono descritti attraverso l'Equity Story, gestita mediante strategie di comunicazione finanziaria efficaci con il linguaggio tecnico degli investitori.

Il track record e il valore del progetto di IPO, espresso principalmente dalle aspettative di sviluppo, devono essere allineati fra loro: soltanto in questo caso, l'Equity Story è in grado di generare indicazioni preliminari significative per gli investitori. Nell'Equity Story sono racchiuse tutte le caratteristiche strategiche, organizzative, finanziarie e i key driver che esprimono il successo di un'azienda unitamente alle opportunità di mercato. L'Equity Story dell'azienda deve essere supportata dal track record conseguito: la società deve illustrare il proprio posizionamento competitivo, i relativi punti forza e di debolezza, i fattori critici di successo, i risultati economico-finanziari e le azioni di sviluppo strategico. Il percorso di definizione dell'Equity Story rappresenta per l'azienda stessa un momento di approfondimento, autoanalisi, screening e comprensione dettagliata del proprio business. La definizione evidenzia i fattori critici di successo e supporta l'affinamento della valutazione nelle fasi preliminari da

parte dell'Euronext Growth Advisor, considerando la prospettiva degli investitori, nonché aiuta l'impresa nella successiva elaborazione del piano industriale.

In sintesi, con l'obiettivo di essere maggiormente apprezzati dagli investitori istituzionali e rientrare nelle loro logiche di investimento e di asset allocation, è opportuno che la società quotanda soddisfi una serie di requisiti sostanziali prima della quotazione, come raccomandato anche da Borsa Italiana:

- track record di successo;
- strategia chiara e comprensibile, riportata in maniera puntuale nel piano industriale;
- potenziale di sviluppo e orientamento verso la creazione del valore;
- appartenenza a un settore con buone prospettive di crescita;
- solido posizionamento competitivo e/o leadership di mercato;
- autonomia gestionale;
- equilibrio della struttura finanziaria;
- trasparenza nella comunicazione finanziaria;
- credibilità dell'azienda riflessa dal management;
- organizzazione manageriale;
- orientamento all'internazionalizzazione;
- capacità di innovazione.

Il precedente elenco mostra che la sola rispondenza ai requisiti formali non comporta necessariamente l'apprezzamento da parte degli investitori. Prima dell'ingresso sul mercato, l'Equity Story passa attraverso la verifica dei requisiti sostanziali e l'analisi strategica degli elementi che attraggono l'attenzione degli investitori, come le prospettive di crescita e la capacità di rispettare successivamente all'IPO gli obiettivi dichiarati.

3.4 Conclusioni

Le tre forme di finanziamento tramite capitale di rischio discusse nelle sezioni precedenti presentano diverse caratteristiche e differenze. Di seguito, sintetizzeremo il confronto basandoci su alcuni parametri guida.

	Equity Crowdfunding	Private Equity	Equity market capital
Target	Start-up	- PMI – Small Cap - Grandi Imprese	- PMI – Small Cap - Grandi imprese
Tipologia investitori	- Al dettaglio	- Fondi chiusi	- Pubblico
Liquidità azioni	- Basso	- Basso	- Medio/Altro
Complessità di accesso	- bassa / media	- elevata	- elevata
Requisiti di accesso e informativi	- aderenza a regolamento Consob - redazione prospetto informativo	- due diligence - accesso a dati interni	- vari requisiti a seconda del mercato - processo semplificato nel segmento EGM
Monitoraggio e reporting	- Possibilità di punti di incontro fra gli investitori (blog, bacheche etc.) dove i soci possono seguire gli sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti	- il fondo effettua controlli diretti sulla gestione aziendale, anche con clausole di monitoraggio	- monitoraggio continuo di Consob e Borsa Italiana - bilancio annuale - relazione semestrale (solo segmento STAR)
Gestione aziendale	- nessuna ingerenza	- il fondo effettua controlli diretti sulla gestione aziendale	- nessuna ingerenza
Governance	- modifica statuto per diritto di co-vendita a protezione delle minoranze	- generalmente presenza di uno/due membri del Fondo nel CDA - accordi di exit del Fondo (vendita 100%)	- adozione di nuove regole di governance (Statuto, procedure <i>ad hoc</i> , amministratore indipendente)

Costi	<p>- succes fee tra il 5% ed il 7% del capitale raccolto</p> <p>- alcune piattaforme prevedono una retainer fee legata a servizi accessori (predisposizione del documento di offerta, attività di set up, attività di marketing) generalmente inferiore ai 10 mila euro.</p>	<p>- nella maggioranza dei casi i costi di due diligence sono posti a carico della società, mentre non esistono costi di natura variabile</p>	<p>- rappresentati da costi fissi di advisory e costi variabili relativa al collocamento delle azioni, calcolati in percentuale all'ammontare raccolto (5%)</p>
--------------	--	---	---

Per quanto riguarda il **target** delle imprese a cui si rivolgono, il crowdfunding è più adatto alle aziende di piccole dimensioni, come start-up o imprese di recente costituzione, con una storia limitata di finanziamenti tramite debito o capitale di rischio. Il private equity, invece, copre aziende di varie dimensioni e background: dalle start-up nel settore del private venture capital, alle piccole e medie imprese nei finanziamenti per la crescita o di buyout. La quotazione in borsa riguarda principalmente imprese di medie e grandi dimensioni con una struttura organizzativa consolidata, mercati stabili e una storia ricca di finanziamenti attraverso diverse forme di capitale.

Riguardo alla **tipologia degli investitori** coinvolti, l'equity crowdfunding coinvolge principalmente investitori al dettaglio che forniscono capitale in cambio di una quota di proprietà dell'azienda. Il private equity, invece, coinvolge società specializzate e fondi chiusi che acquistano quote di proprietà aziendale. Con la quotazione in borsa, le imprese offrono azioni al pubblico, includendo quindi investitori di vario tipo a seconda dei vari segmenti di mercato.

Un altro punto di differenza tra le tre forme di finanziamento è il grado di **liquidità** delle azioni. Le azioni in crowdfunding e private equity tendono ad avere un basso grado di liquidità, mentre le azioni quotate in borsa sono generalmente più liquide.

Le operazioni riguardanti le tre forme di finanziamento possono variare anche per il grado di **complessità**. Il crowdfunding presenta un livello di complessità medio/basso, mentre il private equity e la quotazione in borsa sono caratterizzati da un alto livello di complessità. Di conseguenza, i **requisiti informativi** dell'attività dell'azienda che cerca finanziamenti possono essere meno stringenti nel caso del crowdfunding, mentre diventano più rigorosi per il private equity e la quotazione in borsa.

Nel caso del crowdfunding, è prevista la predisposizione di un prospetto informativo prima dell'offerta pubblica, fornendo agli investitori dettagli sul progetto, gli obiettivi di finanziamento e le condizioni dell'investimento. D'altra parte, con il private equity, l'azienda è sottoposta a un'intensa attività di due diligence, dove gli investitori analizzano in modo approfondito la situazione finanziaria, operativa e strategica dell'azienda prima di decidere di investire. Allo stesso modo, i requisiti per la quotazione in borsa sono molto stringenti. Le imprese devono aderire a norme di trasparenza e rendicontazione finanziaria rigorose, garantendo un'ampia divulgazione di informazioni agli investitori pubblici.

Per quanto riguarda il **monitoraggio**, nel rapporto di crowdfunding, generalmente, non è prevista un'ingerenza diretta nell'attività aziendale da parte degli investitori. Il monitoraggio è spesso limitato alla realizzazione del progetto per il quale è stata raccolta il finanziamento. Nel caso del private equity, invece, il monitoraggio è contrattualizzato e gli investitori possono esercitare un certo grado di ingerenza nella gestione aziendale, in particolare per aziende in cui hanno acquisito una quota significativa. Infine, con la quotazione in borsa, il monitoraggio è continuo e rigoroso, poiché le imprese devono rispettare gli standard stabiliti dalla Borsa Italiana e Consob per mantenere la loro quotazione pubblica. Questo assicura un elevato livello di vigilanza sulle operazioni aziendali e sulla comunicazione finanziaria al mercato.

Il crowdfunding comporta minori cambiamenti nella **governance** dell'impresa rispetto al private equity o alla quotazione in borsa. Nel caso del crowdfunding, è necessario predisporre un nuovo statuto che sia aderente alla normativa Consob, ma le modifiche solitamente riguardano principalmente l'inserimento del diritto di co-vendita, a tutela delle minoranze, e la pubblicazione di eventuali patti parasociali. Nel contratto di private equity, invece, si possono apportare modifiche sostanziali alla governance dell'impresa. Gli investitori di private equity spesso richiedono una partecipazione attiva nella gestione dell'azienda e possono ottenere il controllo significativo del consiglio di amministrazione e degli altri organi societari. Questo può comportare un cambiamento significativo nella struttura decisionale e nell'orientamento strategico dell'azienda. Nel caso della quotazione in borsa, sono previsti appositi cambiamenti nello statuto dell'impresa per soddisfare i requisiti della Borsa Italiana e della Consob. Inoltre, la quotazione richiede la nomina di amministratori indipendenti, che devono garantire un maggiore controllo e una maggiore trasparenza nella gestione dell'azienda, riducendo il rischio di conflitti di interesse.

Sul fronte dei **costi**, il private equity impone all'impresa principalmente i costi associati alla due diligence, che consiste in un'analisi approfondita dell'azienda da parte degli investitori per valutarne la solidità finanziaria e l'idoneità all'investimento. Non sono previsti costi variabili, ma è importante notare che la due diligence può richiedere risorse significative e un impegno di tempo considerevole da parte dell'azienda. Nel caso del crowdfunding e della quotazione in borsa, le imprese sono tenute a corrispondere percentuali prestabilite sul capitale raccolto. Nel crowdfunding, ci possono essere commissioni e spese amministrative applicate dalla piattaforma di crowdfunding, mentre nella quotazione in borsa l'impresa paga commissioni alla Borsa Italiana per il collocamento delle sue azioni.

4

4. Storie di successo

4.1 Epipoli: una storia di crescita tramite private equity

Epipoli, fondata nel 2000 da Gaetano Giannetto, trae ispirazione dal quartiere di Siracusa in cui visse il celebre scienziato Archimede, noto per la sua forte vocazione all'innovazione. Nel 2006, l'azienda ha introdotto le Gift Card in Italia, seguite nel 2012 dalle prepagate Mastercard nei supermercati, consolidando la sua posizione come operatore globale. Le sue piattaforme principali includono MyGiftCard, leader italiano con una quota di mercato del 75%, e HighWays per l'Engagement aziendale. MyGiftCard è diventato il sinonimo delle carte prepagate in Italia, con una vasta rete di oltre 70.000 punti vendita e partnership con oltre 400 aziende italiane e 3.000 internazionali, tra cui giganti come Amazon e Zalando. Nel 2021, ha lanciato con successo la prepagata Mastercard ricaricabile, aderendo alle normative della Banca d'Italia, e ha collaborato con Samsung Wallet e Google Pay per servizi digitali. L'azienda opera in diverse regioni del mondo, tra cui Europa, Medio Oriente, Asia e Sud America.

Ecco alcune rilevanti metriche del Gruppo:

- fatturato nel 2022: €214 milioni (+42% rispetto al 2021);
- aziende clienti: oltre 9.000;
- rete di oltre 70.000 negozi;
- partner internazionali: 400;
- paesi serviti: 21.

L'innovazione rappresenta il cuore dell'azienda e le ha consentito di affermarsi a livello internazionale nonostante la concorrenza globale. Tuttavia, per sostenere questo percorso di innovazione, Epipoli ha dovuto affrontare sfide nella ricerca di finanziamenti, spesso basandosi su risorse interne o finanziamenti bancari a breve termine, che hanno limitato le opportunità di espansione. Nonostante le difficoltà e la concorrenza con grandi gruppi americani, l'azienda è riuscita a progredire grazie alla competenza e alla dedizione del suo team. La necessità di continuare a investire in tecnologia è emersa chiaramente nel 2008, quando il mercato ha abbracciato la categoria delle Gift Card nei punti vendita. La risposta è stata una serie di finanziamenti bancari e una estensione della linea di “anticipi fattura”.

Nel 2010, è diventato evidente che per sostenere il progetto in evoluzione, erano necessari investimenti continui in tecnologia. Questo ha comportato una riduzione significativa dell'EBITDA aziendale poiché le risorse sono state dirottate verso lo sviluppo delle Gift Card, a scapito dei programmi di loyalty che avevano contribuito alla crescita nei primi 5 anni di vita di Epipoli. Da un fatturato di €5 milioni con un EBITDA di €1 milione nel 2005, l'azienda è cresciuta fino a raggiungere un fatturato di €16 milioni con un EBITDA praticamente nullo nel 2010. Solo due banche, con sforzi considerevoli, hanno sostenuto il progetto nel corso degli anni.

Nel 2006, Gaetano Giannetto ha ceduto il 20% di Epipoli a un amico nel settore della distribuzione, che ha apportato esperienza dal mondo del retail e proposto una valutazione equa dell'azienda. Per affrontare ulteriori investimenti, è stato necessario coinvolgere fondi di private equity. I Fondi hanno tuttavia non compreso il valore delle immobilizzazioni materiali, come “goodwill”, e richiesto una quota di maggioranza, oltre a non comprendere appieno il modello di business. Questo ha lasciato ad Epipoli come unica fonte di finanziamento le banche o gli stessi Soci. Gaetano ha mantenuto saldamente la maggioranza della Società, nonostante ciò abbia rappresentato un freno alla crescita per la mancanza di capitali.

Il problema principale era duplice: i Fondi italiani non riuscivano a comprendere il modello di business e valutavano l'azienda in base all'EBITDA, seguendo lo standard del 10x l'EBITDA. Tuttavia, Epipoli non poteva presentare un EBITDA significativo poiché si trovava ancora nella fase di lancio. Ad esempio, nel 2010, con un EBITDA di €1 milione, i Soci avrebbero dovuto cedere il controllo dell'azienda attraverso un aumento di capitale di circa €5 milioni, un importo molto inferiore rispetto a quanto investito dai Soci stessi. In pratica, tutti gli investimenti effettuati, inclusi quelli nelle immobilizzazioni immateriali e nella piattaforma di tipo Fintech, non venivano riconosciuti.

Nel 2013, sono state esplorate le emissioni di Minibond, in collaborazione con Assolombarda, ma il progetto non è andato a buon fine. Nel 2017, è iniziato il processo di valutazione per una

possibile quotazione, prima all'AIM e poi su Euronext. Una banca francese ha offerto il suo supporto per un'eventuale IPO a Parigi, e sono stati incontrati potenziali investitori francesi. Nel frattempo, Epipoli ha continuato a interagire con due Fondi e con una società internazionale interessata a entrare nel capitale con una quota di minoranza.

Dopo un'attenta valutazione, è stato scelto il Fondo internazionale Bregal, che, dopo una Due Diligence approfondita, ha deciso di investire in Epipoli ad aprile 2019 per acquisire una quota di minoranza attraverso un Aumento di Capitale riservato. Questo capitale è stato totalmente reinvestito dagli stessi Soci in Epipoli, senza monetizzazione. I proventi dell'Aumento di Capitale sono stati utilizzati per completare la piattaforma di processing e Fintech, implementare l'ERP aziendale e rafforzare il team con l'assunzione di 30 nuove persone, portando il totale dei dipendenti da 34 nel 2018 a 64 nel 2022.

Inoltre, Epipoli ha acquisito al 100% le società Reward Srl, specializzata in engagement e gamification per il mercato B2B, e Dotcom Srl, una Tech company con circa 35 programmatori, al fine di potenziare ulteriormente la struttura tecnologica. Nel 2017, Epipoli aveva già acquisito il 65% di Reward, che all'epoca generava un fatturato di €700.000, ma che nel 2022 ha chiuso con un fatturato superiore a €15 milioni e un EBITDA positivo di €1 milione.

Il Fondo Bregal ha effettuato il suo ingresso in Epipoli basandosi sull'analisi dei bilanci del 2017, con un fatturato di €50,7 milioni e un EBITDA di €1,5 milioni, e del 2018, con un fatturato di €82 milioni e un EBITDA di €2 milioni, con una Pro Forma Net Debt di circa €14 milioni.

A distanza di soli 4 anni dall'ingresso del fondo, nel 2022, Epipoli ha registrato un fatturato di €215 milioni con un EBITDA di circa €9 milioni. Il margine operativo lordo è stato di €19,6 milioni, rispetto ai €10,2 milioni del 2021, con una Pro Forma Net Debt di €8 milioni.

Nel 2023, Epipoli ha acquisito una quota di minoranza qualificata di Offerz SA, un'azienda che offre soluzioni digitali in Svizzera e Austria, con un'opzione per raggiungere il 100% della proprietà.

Lo Shareholder Agreement firmato con il Fondo Bregal comprende alcune clausole importanti, tra cui un periodo di uscita del Fondo entro 5 anni, l'approvazione delle acquisizioni da parte del Fondo, una Pro Forma Net Debt di €8 milioni e una clausola Drag Along in caso di uscita.

Gli sviluppi tecnologici sono stati completati nel 2021 e quindi nel 2022 il modello di business di Epipoli è andato a pieno regime.

Principali dati finanziari

Dati in € mln	2022	2021
Ricavi	208,6	146,7
EBITDA	12,5	1,88
EBITDA %	6,0%	1,3%
Profitti	3,4	-4,9

4.2 Kolinpharma: una storia di successo tramite quotazione su EGM e successivo delisting via OPA

Kolinpharma, fondata nel 2013 da Rita Paola Petrelli e quotata sul mercato EGM da marzo 2018 a settembre 2023, è una PMI Innovativa operante nel settore nutraceutico e specializzata nella Ricerca e Sviluppo, realizzata internamente e in collaborazione con le maggiori università italiane. Particolarmente sensibile nei confronti della sostenibilità, Kolinpharma ha avviato il percorso di rendicontazione dei valori, obiettivi, impatti e risultati dell'organizzazione sulle tematiche ESG, a partire dal Bilancio di Sostenibilità 2019 e ottenuto la qualifica di Società Benefit dal 2021.

I prodotti in portfolio, certificati e brevettati, sono realizzati con materie prime di elevata qualità e tecnologicamente avanzate, impiegate nei campi neurologico, ortopedico-fisiatico e urologico-ginecologico. L'efficacia dei prodotti è dimostrata mediante numerose evidenze scientifiche, attraverso la conduzione di studi in vitro e clinici e pubblicazione dei risultati su riviste tecnico-scientifiche internazionali. Kolinpharma distribuisce i prodotti col proprio brand in tutto il territorio italiano attraverso una rete qualificata di 89 Informatori Medico-Scientifici (IMS). Gli IMS hanno il ruolo di promuovere i prodotti nutraceutici di Kolinpharma direttamente presso la classe medica, puntando sulla sensibilizzazione dei medici.

Nel corso del 2020 Kolinpharma ha inoltre avviato una strategia di vendita diretta sul canale farmacie e online e nel 2021 ha avviato la strategia di internalizzazione. L'R&D interna ha permesso la registrazione di 46 brevetti, di cui 7 brevetti in Italia, 6 in USA, 1 in Israele e 32 brevetti nei principali Paesi europei. Kolinpharma inoltre ha scelto di avviare e mantenere importanti certificazioni di qualità come le ISO 9001 e ISO 22000, Play Sure Doping Free, Kosher, Halal, Milk Free, Gluten Free, Eccellenza Italiana e poi, successivamente, la ISO 37001, ISO 14001, PDR 125/2022 sulla parità di genere, che si uniscono ad attenzioni per il cliente come il tamper evident a garanzia delle manomissioni e la data di scadenza in braille. Nel 2020 l'azienda si è certificata ISO 26000 per la Responsabilità sociale d'Impresa e ISO 45001 per la sicurezza sul lavoro. Dal 2016 l'azienda si è dotata di un Modello Organizzativo e di un Codice Etico.

La quotazione in Borsa ha contribuito nel rendere Kolinpharma reattiva nel dialogo diretto con il mercato, incentivando la creazione di valore per gli azionisti.

IPO: in sintesi principali caratteristiche

Mercato: EGM (ex AIM Italia)

Data: 9 marzo 2018

Prezzo: 7,00 Eu

Raccolta: 3,13 Eu m

Market Cap: 10,20 Eu m (13,20 Eu m al 31.5.2023)

Flottante: 31,7%

L'obiettivo della quotazione è stato quello di accelerare il proprio processo di crescita secondo diverse direttrici strategiche. Rafforzamento e accelerazione dei progetti di ricerca scientifica e sviluppo di nuovi prodotti. Potenziamento della rete informativa nel mercato italiano e in quello internazionale, crescita dell'attività attraverso accordi con altri operatori. Nonché incremento del portafoglio brevettuale di tutti i prodotti in sviluppo e commercializzati in Italia, attività di ricerca clinica, comunicazione scientifica alla classe medica specialistica di riferimento.

Il mercato ha riconosciuto la chiara visione strategica, la qualità del management, i risultati raggiunti e la determinazione nel perseguimento degli obiettivi strategici della società. Inoltre, ha permesso di incrementare il progetto di ricerca e sviluppo, valutazione di nuovi prodotti e di nuove collaborazioni accademiche, oltre a consolidare la rete di vendita nazionale. La maggiore visibilità ottenuta con la quotazione ha migliorato lo standing nei confronti di clienti e banche. Proprio il miglior rapporto con gli istituti bancari ha permesso alla società di sottoscrivere una serie di finanziamenti a medio-lungo termine, e contratti di factoring pro-soluto, nonché di emettere nel dicembre 2022 un bond non convertibile da 4 milioni di euro nel contesto del Programma Basket Bond Euronext Growth, che hanno permesso di diversificare la struttura finanziaria e patrimoniale e, soprattutto, grazie alla liquidità, di dare un importante booster all'attività di sviluppo e alle strategie di crescita.

Nel 2022 Kolinpharma ha inoltre sottoscritto un importante accordo di distribuzione con la multinazionale svedese AstaReal® AB per l'ingresso e lo sviluppo delle vendite dei prodotti Kolinpharma nel mercato asiatico, in particolare nei territori della Cina continentale, Hong Kong, Macao e Taiwan.

Nel ranking delle top 100 aziende nutraceutiche italiane elaborato da Unionfood su dati IQVIA, Kolinpharma è passata dal 111° posto del 2017 al 54° posto del 2022, su un totale di circa 2800 aziende che compongono il mercato nutraceutico, confermando ed evidenziando un percorso di crescita anche rispetto ai competitors.

Per 3 anni consecutivi Kolinpharma è inoltre entrata nella classifica "FT1000 - Europe's Fastest Growing Companies" del Financial Times, riconoscimento dato alle mille società europee che si sono distinte per crescita rapida, sostenibile e prevalentemente organica. Per 5 anni consecutivi (da ultimo proprio nel corrente anno) si è confermata "Leader della crescita", riconoscimento attribuito da Il Sole 24 Ore e Statista alle 450 imprese italiane che hanno registrato i più elevati tassi di crescita del fatturato.

Nel marzo 2022 KOLINPHARMA® è stata insignita del "Premio Industria Felix – La Lombardia che compete 2022", riservato alle 57 eccellenze imprenditoriali che nel corso dell'esercizio 2020 si sono distinte per crescita gestionale, affidabilità finanziaria e anche valutazione dei valori ESG. In particolare, alla Società è stata conferita l'Alta Onorificenza di Bilancio per essere tra le migliori PMI innovative per performance gestionale e affidabilità finanziaria Cerved con sede legale nella regione Lombardia.

Nel corso del corrente anno la società ha presentato il nuovo integratore DECLINEX®, formulato dal dipartimento interno di Ricerca e Sviluppo, per il quale è già stata depositata domanda di brevetto.

DECLINEX® amplia la gamma di prodotti offerti da Kolinpharma introducendo una nuova linea dedicata alle malattie neurodegenerative, che si aggiunge alle linee di prodotti già commercializzati nei campi ortopedico fisiatrico e urologico-ginecologico.

Nel corso del 2023 Igea Holding S.p.A, società partecipata indirettamente, tramite Speira Quattro S.p.A, da Finance For Food One, ha completato un Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) totalitaria su Kolinpharma S.p.A che in diverse tranche, anche con il reinvestimento da parte di PRP srl, è arrivata ad acquistare il 100% delle azioni di Kolinpharma. PRP Srl, la holding presieduta da Rita Paola Petrelli, si conferma come socio di controllo sia di Igea Holding S.p.A sia indirettamente di Kolinpharma S.p.A , sottolineando la fiducia nelle prospettive future delle due entità.

Ai fini dell'opa l'Enterprise Value della società era stato valutato in 15,2 milioni di euro, cioè con un multiplo di 1,1 volte i ricavi e 6,8 volte l'ebitda del 2022, in entrambi i casi multipli più alti della media e della mediana del gruppo di aziende comparabili quotate. Il prezzo offerto di 9,96 euro per azione ha rappresentato un premio significativo rispetto al valore di mercato, sottolineando la solidità della proposta avanzata da Igea Holding.

L'acquisizione di Kolinpharma da parte di Igea Holding riflette la convinzione nell'incremento del valore economico della società acquisita. Speira Quattro e il fondo Hyle intendono supportare Kolinpharma sia nella crescita organica sia per linee esterne, puntando anche su un processo di progressiva internazionalizzazione.

Per raggiungere questi obiettivi la nuova proprietà ha preferito procedere con una procedura di delisting, in quanto ritiene che questo possa consentire a Kolinpharma di concentrarsi maggiormente sulle strategie a lungo termine e sul piano di crescita e investimento, senza dover preoccuparsi delle pressioni dei mercati finanziari a breve termine.

Principali dati finanziari

Dati in € mln	2022	2021	2020
Ricavi	14,1	11,2	8,2
EBITDA	2,5	2,1	1,9
EBITDA %	17,5%	19,1%	23,5%
Posizione Finanziaria Netta (cassa)	(0,8)	0,2	1,4

4.3 e-Novia: un percorso di quotazione nel mercato EGM e crescita

Il Gruppo e-Novia è una realtà industriale leader nella mobilità sostenibile, attraverso lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti innovativi nella robotica veicolare e collaborativa. I prodotti combinano in modo esclusivo meccanica ed elettronica digitale, intelligenza artificiale e fisica, proponendo sul mercato componenti e sistemi in grado di rispondere alle esigenze di servizio della nuova mobilità attraverso soluzioni “deep tech”. I prodotti, sviluppati e commercializzati attraverso imprese dedicate, principalmente controllate da e-Novia, definiscono un'offerta esclusiva nei settori veicolare, robotica, energia.

Costituita il 27 febbraio 2012, la Società nasce come spin-off dell'Università di Bergamo, con relazioni principali nei gruppi di ricerca sulla mobilità del Politecnico di Milano, ponendosi l'obiettivo di sviluppare e introdurre sul mercato prodotti ad alto contenuto innovativo facendo leva, tra le altre cose, sui risultati delle attività di ricerca, in particolare, collegati all'innovazione deep tech nel mercato della mobilità. Nel 2014 un nucleo ristretto di soci traccia gli elementi costituenti di un nuovo modello imprenditoriale, unico nel panorama europeo dell'innovazione, che trasforma in processo di fabbrica la competenza scientifica tecnologica in valore di mercato, le relazioni con l'università in concretezza ingegneristica di prodotto, l'innovativo impianto amministrativo e legale in nuovo principio contrattuale, l'acume commerciale in acquisizione di partner e clienti internazionali.

Nel 2015, ultimata la preliminare fase di studio del mercato e di analisi del contesto scientifico e industriale, definito il proprio modello di business, e-Novia costituisce Blubrake ed effettua un primo investimento in e-Shock. Nello stesso anno, la compagine sociale di e-Novia si espande con l'ingresso di 15 investitori di alto profilo industriale e finanziario che sposano il progetto imprenditoriale e condividono le scelte dei 3 fondatori che gestiranno la "Fabbrica di Imprese", sottoscrivendo un aumento di capitale per circa Euro 2,1 milioni, a fronte di una valutazione pre-money dell'Emittente pari a Euro 5,4 milioni. Si tratta del primo evento di fundraising della Società. Nel 2016, la Società espande la propria area di attività costituendo Smart Robots e Y.Share e accoglie tra i propri soci un nuovo investitore, il quale effettua un investimento di complessivi Euro 0,7 milioni, a fronte di una valutazione pre-money dell'Emittente pari a Euro 11,0 milioni. In data 26 aprile 2017, l'assemblea dei soci dell'Emittente delibera, inter alia, la trasformazione in "società per azioni" e la modifica della denominazione sociale in "e-Novia S.p.A.". Grazie ai capitali raccolti durante i primi due eventi di fundraising, e-Novia attraversa una fase di sviluppo rapida e intensa in cui affina ulteriormente i propri processi di generazione di proprietà intellettuale e, nel corso del 2017, costituisce Yape, Blimp e Hi-Ride.

Per sostenere la crescita, nella seconda metà del 2017 viene lanciata un'importante operazione di fundraising, conclusa poi nell'aprile 2018. Gli azionisti investitori (entrati in occasione del primo fundraising del 2015) confermano la fiducia nelle potenzialità della Società e nel modello di business della stessa e investono ulteriori capitali. A essi si aggiungono 10 nuovi prestigiosi investitori che contribuiscono a formare una compagine azionaria che annovera tra i suoi membri alcuni dei campioni dell'industria e dell'imprenditoria italiana. In occasione di questo secondo evento di fundraising, e-Novia raccoglie investimenti per complessivi Euro 11,2 milioni, a fronte di una valutazione pre-money di Euro 104,2 milioni. Forte anche dei capitali raccolti, e-Novia aderisce allo sviluppo di WeArt, completando il gruppo delle Società nella nuova mobilità sostenibile. A fine 2018, l'Emittente conta ormai quasi 100 dipendenti e 18 società controllate o partecipate.

Con l'obiettivo di promuovere uno sviluppo immediato dei piani di crescita e mantenere una struttura finanziaria solida, nella seconda metà del 2019, e-Novia avvia una raccolta di capitali attraverso un c.d. "bridge fundraising", portato a termine nella prima metà del 2020. Questo terzo evento di fundraising nella storia di e-Novia genera una raccolta di circa 20,8 milioni di Euro – portata a termine mediante l'emissione del POC (Prestito Obbligazionario Convertibile) – ed ha permesso di: (i) consentire agli azionisti storici di e-Novia di continuare a sostenere lo sviluppo della stessa e, allo stesso tempo, incrementare la propria partecipazione; (ii)

promuovere le relazioni con investitori internazionali; e (iii) verificare l'interesse di una molteplicità di investitori, sensibili alle migliori espressioni dell'economia reale italiana, attraverso innovative piattaforme di funding. Il POC è stato sottoscritto da 28 obbligazionisti. Dei circa 20,8 milioni di Euro raccolti, circa un terzo è stato apportato da azionisti di e-Novia, un ulteriore terzo da nuovi investitori internazionali e la parte rimanente da Fin-Novia S.r.l., veicolo societario rappresentante 235 investitori confluiti nel veicolo stesso attraverso un'operazione di funding allargata ad una molteplicità di investitori.

Nel corso del 2022, con l'obiettivo di proseguire nella propria strategia di crescita industriale, e-Novia ha avviato il piano finanziario denominato "Progetto Fare", costituito da una prima fase di raccolta di capitali di rischio, il Private Placement, e, successivamente, dall'Ammissione sul mercato EGM – Segmento Professionale. Il Private Placement ha consentito di rafforzare la compagine sociale, ampliando e potenziando il network di azionisti – vero e proprio asset di e-Novia e "polmone" del suo business – attraverso l'ingresso di selezionati primari player, finanziari e industriali. Dall'altra parte, l'Ammissione consente di valorizzare l'immagine della Società e del Gruppo presso la comunità finanziaria e il relativo posizionamento competitivo nonché di aumentarne la visibilità a livello nazionale e internazionale.

Quotazione: in sintesi principali caratteristiche

Mercato: Euronext Growth Milan – Segmento Professionale

Data: 16 dicembre 2022

Prezzo: 7,20 Eu

Raccolta: 14,70 Eu m

Market Cap: 166,90 Eu m (150,9 Eu m al 30.9.2023)

Flottante: 10,33%

Il percorso di quotazione si propone di sostenere la crescita internazionale nella mobilità sostenibile attraverso strategie focalizzate sullo sviluppo e la commercializzazione, l'innovazione tecnologica dei prodotti e l'espansione dell'ecosistema aziendale, con particolare attenzione all'ottimizzazione dei processi produttivi e alla creazione di relazioni internazionali per favorire la diffusione dei prodotti sul mercato.

Nella realizzazione del Progetto Strategico di e-Novia, il percorso di quotazione sul mercato Euronext Growth Milan è stato intrapreso come abilitatore di differenti vantaggi:

- accesso ad una significativa visibilità nei confronti di stakeholders domestici ed internazionali. La visibilità e il riconoscimento induce ad un maggiore interesse e attenzione da parte di clienti, investitori, partner commerciali etc.;
- riconoscimento del valore della società in maniera chiara e univoca, sia in termini finanziari che di contributo alla comunità o all'industria;

- ingresso in una nuova comunità composta di investitori diversificati ed aziende ambiziose con cui instaurare un continuo dialogo e confronto. La comunicazione costante e il confronto con questa comunità sono in linea con gli obiettivi di crescita e sviluppo del Gruppo;
- supporto continuo per lo sviluppo come prima declinato, anche attraverso la possibilità di ricorrere a nuovi capitali su base continuativa;
- valorizzazione del rigore e disciplina quali valori che da sempre hanno caratterizzato l'operato del Gruppo e come strumenti di maggiore competitività. L'adeguamento alle policy di mercato sottende infatti processi aziendali ben strutturati e un ambiente organizzato ed efficiente;
- rapporto diretto con il mercato dei capitali con le relative possibilità di confronto continuo, attitudine alla crescita e creazione del valore.

A Luglio 2023, è nata Hybitat, la joint venture di e-novia e SIT per lo sviluppo di un nuovo sistema di generazione e stoccaggio di idrogeno che propone una soluzione robotica per gestione dei flussi di energia tanto per uso residenziale, quanto per tutti quegli elementi che caratterizzano l'impredicibile domanda di energia. Nello stesso mese la società ha acquisito il controllo di Weart, detenendo il 50,1% di Weart Holding. Tale operazione, in linea con la strategia industriale di Gruppo, ha l'obiettivo di rafforzamento della governance assicurando uniformità di indirizzo, stabilità e continuità gestionale e la condivisione delle linee strategiche di sviluppo per Weart e la sua naturale collocazione nei mercati presidiati dal Gruppo.

Il 2023 è anche stato un anno caratterizzato dall'adeguamento dell'organizzazione aziendale al nuovo status di società quotata, i cui principali benefici sono stati:

- costante interazione con gli operatori di mercato, tra cui consulenti, istituti di credito e analisti, con i quali promuovere un costante impegno nella verifica e nella revisione laddove necessario;
- necessità di misurare le performance in modo chiaro attraverso l'utilizzo e la puntuale verifica di Key Performance Indicators strategici, pertinenti e misurabili, utilizzati per identificare opportunità di crescita e miglioramento continuo.

Principali dati finanziari

Dati in € mln	2022	2021	2020
Ricavi	8,9	6,2	4,3
EBITDA	(10,4)	(4,7)	(3,1)
EBITDA %	17,5%	-75,8%	-71,2%
Posizione Finanziaria Netta (cassa)	(1,4)	21,1	7,7

5

5. Suggerimenti e incentivi a supporto delle operazioni di capitale tra imprese

5.1 Il potenziale delle operazioni di capitale tra imprese

Nella prima parte di questo documento abbiamo seguito un approccio di analisi più “classico” al tema del capitale di rischio, dando maggior peso alla dimensione finanziaria della questione, rispetto a quella aziendale. Peraltro, nelle appendici, abbiamo cercato di ricostruire casi di successo nell’uso di strumenti finanziari complessi che gettano un primo ponte verso la dimensione aziendale. In questo capitolo, intendiamo sviluppare tale ultimo aspetto. Vogliamo, infatti, partire dall’esperienza fatta negli ultimi anni nell’affiancare le nostre imprese in diverse fasi della loro vita (startup, sviluppo, consolidamento, rilancio) con specifico riferimento al potenziale che si nasconde nelle operazioni di capitale delle imprese. A nostro giudizio, in molti casi queste operazioni avrebbero permesso di preservare e rafforzare know-how e posti di lavoro nonché di liberare e/o stabilizzare potenziali di crescita ancor più di quanto non sia avvenuto. La tesi è che il ricorso al capitale di rischio possa migliorare il servizio e la qualità dell’offerta aziendale.

Sappiamo tutti che il sistema industriale italiano si contraddistingue rispetto a quelli dei principali paesi europei e, ancora di più, rispetto a quelli avanzati ma extra europei per la

presenza di un tessuto produttivo maggiormente caratterizzato da imprese di minori dimensioni. È una delle nostre “Crocì e Delizie”. Sono tanti i motivi per cui è una “Delizia”. Le PMI:

- continuano a giocare un ruolo importante nell’economia del Paese;
- rappresentano il principale ammortizzatore sociale, garantendo la maggior parte dell’occupazione;
- hanno permesso di sviluppare e rafforzare un’identità tutta italiana e riconosciuta nel mondo:
 - del “bello”, ossia del fatto che un prodotto non debba essere solo di alta qualità, ma anche avere un design che lo renda piacevole;
 - della cura e dell’attenzione al cliente, che ha permesso loro di individuare o creare, se necessario, nicchie di mercato;
 - della creatività e della capacità di trovare soluzioni semplici a problemi complessi e a costi accessibili.

Tuttavia, non possiamo nascondere quanto l’elemento dimensionale delle imprese italiane abbia anche rappresentato un fattore di vulnerabilità. Le nostre piccole imprese sono state più volte messe sotto pressione a causa delle discontinuità legate alle crisi che si sono susseguite negli ultimi anni. Le loro conseguenti fragilità hanno segnalato rischi elevati in termini di tenuta competitiva e di affermazione su mercati internazionali sempre più caratterizzati da innovazioni digitali.

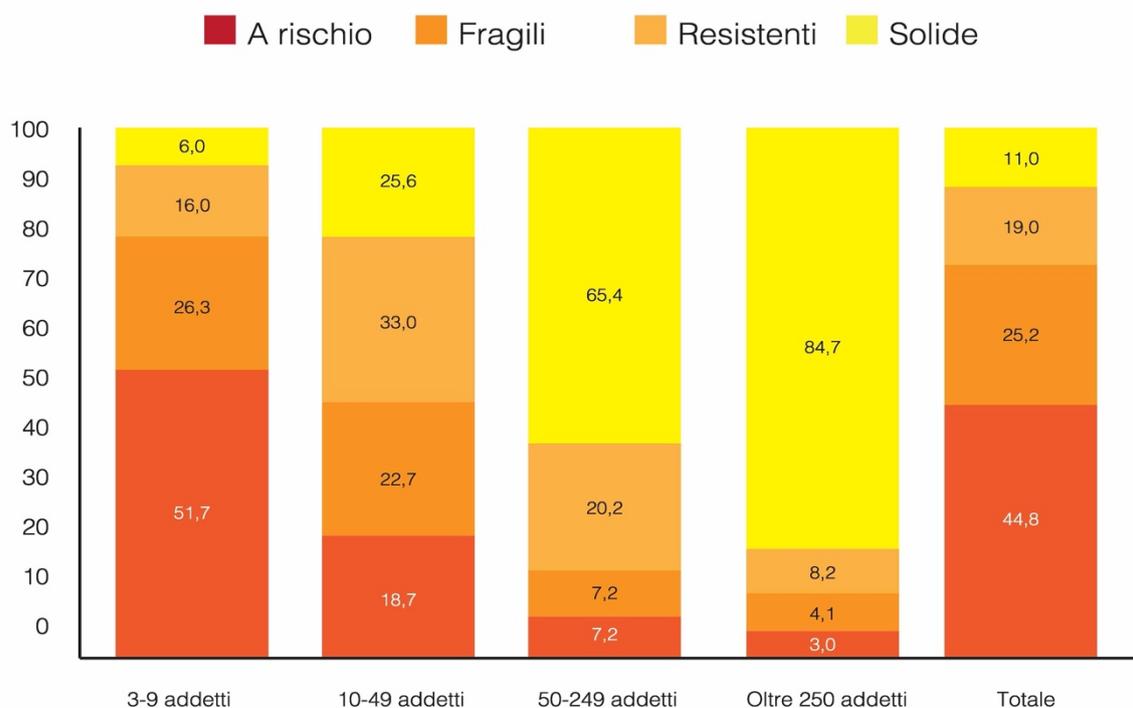
In particolare, nella nostra esperienza, gli aspetti che appaiono essere maggiormente critici sono così riassumibili:

- **vincoli di offerta**, ossia le difficoltà ad aumentare la capacità produttiva per assorbire crescenti richieste dei clienti. Questo fenomeno è principalmente influenzato da imprese di medio e grandi dimensioni che guardano maggiormente all’Europa e all’Italia per le proprie forniture o perché hanno attuato strategie di reshoring o nearshoring o perché sono motivate da modifiche degli equilibri politico-economici;
- **vincoli alla capacità di investimento**, sia in termini di difficoltà di assicurarsi strumenti e fattori produttivi, sia di procurarsi o sviluppare internamente competenze finanziarie. Questi limiti sono rafforzati dall’abitudine a non formalizzare strategie e a non definire sistematici piani di sviluppo. Oggi tali aspetti:
 - si scontrano con una regolamentazione bancaria sempre più stringente, che richiede maggiori informazioni per erogare finanziamenti;
 - inibiscono la possibilità di accedere a forme più strutturate di capitale;
- **vincoli di potere di mercato**, ossia la possibilità di far valere a monte e a valle della catena di fornitura le proprie necessità e le proprie decisioni. Questo condiziona, ad esempio, la velocità con cui si scaricano sui clienti gli aumenti di costi o si negoziano condizioni di acquisto di maggiore vantaggio, non solo in termini di costo, ma anche di logistica, di durata dei contratti, di garanzia, etc..

Queste nostre riflessioni trovano conferma in numerose analisi. Ad esempio, l'ISTAT nel suo Rapporto sulla competitività dei settori produttivi del 2021 ha evidenziato come, nel post pandemia, le imprese di minori dimensioni siano risultate di gran lunga più a rischio rispetto a quelle di maggiori dimensioni (figura 13). Collegando tale informazione con quanto riportato sempre nel Rapporto ISTAT in merito alle criticità aziendali riscontrate e alle strategie aziendali messe in campo (figura 14), possiamo notare che l'appartenenza di ciascuna impresa alle diverse tipologie di rischio si associa a una sua diversa strategia di reazione. Si noti che ciò vale anche se si escludono dal ragionamento i vincoli di domanda, su cui nessuna impresa aveva pieno controllo nella situazione pandemica. In particolare, le imprese solide e resilienti tendono a impostare strategie espansive (nell'industria, il 43,3% delle solide e il 36,0% delle resilienti; nei servizi, il 36,5% delle solide e il 30,6% delle resilienti). Al contrario, tra le unità a rischio e fragili si riscontra una predominanza dello spiazzamento, ossia dell'incapacità di strutturare una reazione alla crisi (nell'industria, il 33,9% delle fragili e il 38,9% di quelle a rischio; nei servizi, il 26,6% delle fragili e il 35,9% di quelle a rischio). A questo si unisce una mancanza trasversale di disponibilità o di accesso alla liquidità che assume un'incidenza maggiore nelle imprese a rischio e fragili (pari, rispettivamente, nell'industria al 36,5% e 34,8%; nei servizi, al 38,5% e 34,1%), sebbene non sia trascurabile anche con riguardo alle imprese solide (nell'industria, il 21,0%; nei servizi, il 22,7%).

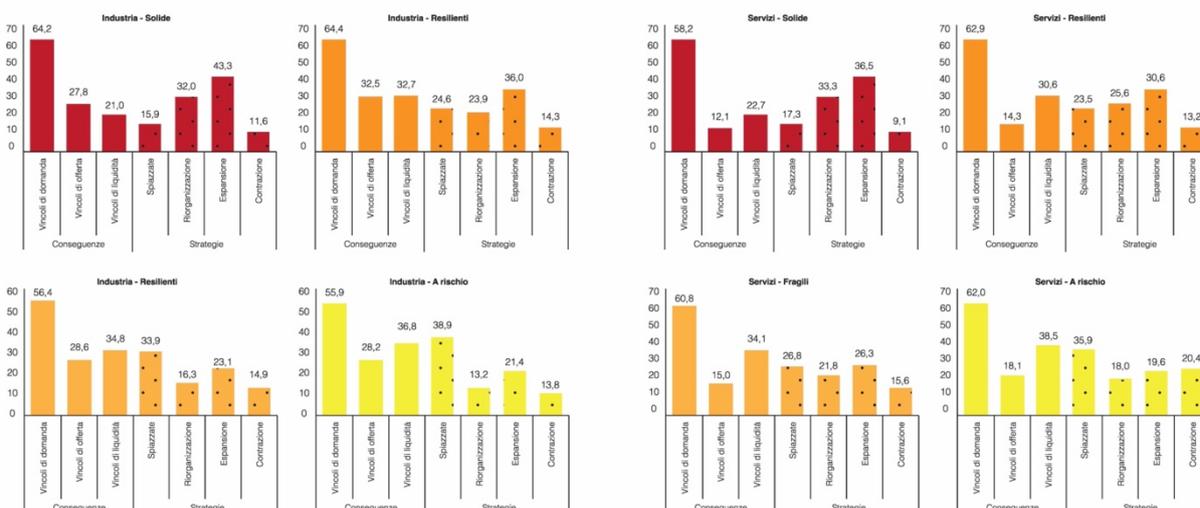
Sulla base delle indicazioni della figura 13, diventa ragionevole immaginare che l'insieme "rischio" + "fragili" sia composto in maniera predominante da imprese di minori dimensioni.

FIGURA 13 - IMPRESE PER GRADO DI SOLIDITÀ STRUTTURALE E CLASSE DI ADDETTI (A) (VALORI PERCENTUALI)



FONTE: ISTAT - RAPPORTO SULLA COMPETITIVITÀ DEI SETTORI PRODUTTIVI - EDIZIONE 2021.
(A) LA CLASSIFICAZIONE DI SOLIDITÀ STRUTTURALE È BASATA SULLE CARATTERISTICHE AL 2018 DELLE IMPRESE ANCORA ATTIVE NEL 2020

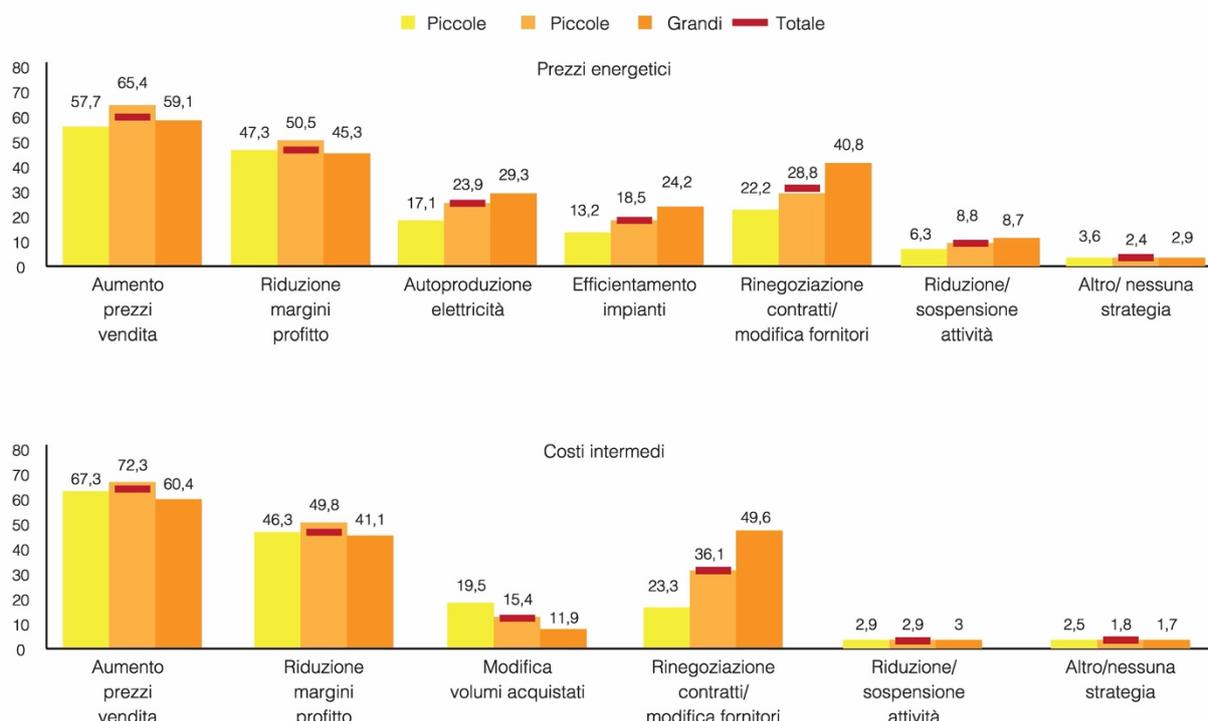
FIGURA 14 - CRITICITÀ E STRATEGIE DELLE IMPRESE PER GRADO DI SOLIDITÀ STRUTTURALE. MANIFATTURA E SERVIZI. ANNO 2020 (VALORI PERCENTUALI)



FONTE: ISTAT - RAPPORTO SULLA COMPETITIVITÀ DEI SETTORI PRODUTTIVI - EDIZIONE 2021.

Sempre l'ISTAT (Rapporto 2023) fornisce un'altra informazione interessante. Questa volta l'analisi si è concentrata sull'aumento dei costi dell'energia e delle materie prime, ossia sull'impatto della successiva grande crisi trasversale rispetto alla pandemia. Anche se nessuna dimensione aziendale è rimasta immune da effetti negativi in termini di redditività, è possibile notare che per la classe dimensionale delle "piccole" imprese le opzioni si sono pressoché limitate alla riduzione dei margini di profitto; viceversa, le imprese "medie" ma, soprattutto, quelle "grandi" (con più di 250 dipendenti) hanno potuto reagire con un mix più articolato di strategie rinegoziando i contratti di fornitura, puntando sull'elettricità autoprodotta e sull'efficientamento energetico degli impianti, e così via (figura 15).

FIGURA 15 - STRATEGIE DI REAZIONE DELLE IMPRESE ALL'AUMENTO DEI PREZZI DI BENI ENERGETICI E DEI COSTI DI APPROVVIGIONAMENTO DI PRODOTTI INTERMEDI, PER CLASSE DI ADDETTI. MANIFATTURA. DICEMBRE 2022 (PERCENTUALI DI IMPRESE)



FONTE: ISTAT - RAPPORTO SULLA COMPETITIVITÀ DEI SETTORI PRODUTTIVI - EDIZIONE 2023.

Agatha Christie sosteneva che “una coincidenza è una coincidenza, due coincidenze fanno un indizio, tre coincidenze fanno una prova”. Con tale criterio, le precedenti considerazioni mostrano un collegamento causale e diretto fra dimensione aziendale e spettro delle possibili strategie/opzioni. Questo vuol dire che tutte le imprese devono diventare grandi? Una risposta positiva sarebbe inappropriata. Abbiamo bisogno di più imprese italiane di dimensione adeguata a giocare ruoli influenti nei mercati mondiali, ma dobbiamo anche salvaguardare e rafforzare il nostro tessuto di piccola e piccolo-media impresa. Il fatto cruciale è che tale rafforzamento richiede un progressivo trascinarsi verso l’alto della dimensione e della connessa organizzazione delle nostre piccole e piccolo-medie imprese. Non si tratta di mettere in discussione il tanto caro motto “piccolo è bello” o snaturare e stravolgere le caratteristiche delle imprese prima esaminate. Si tratta invece di ragionare su come ridefinire il tema dimensionale in modo che la piccolo-media impresa (PMI) italiana possa continuare a svolgere un ruolo importante nel contesto attuale.

Al riguardo, si confronti il numero di imprese di ogni dimensione che il private Equity ha in portafoglio, secondo i dati AIFI presentati nel Convegno Annuale 2023¹¹, con il numero di PMI italiane analizzate da Confindustria nel Rapporto Regionale PMI 2023¹². Il risultato è impressionante: 2.000 imprese coinvolte nel private equity rispetto a 150.000 PMI, ossia circa

¹¹ <https://www.aifi.it/it/tutti-gli-eventi/convegno-annuale-2023>

¹² <https://www.confindustria.it/wcm/connect/9bcf45e7-5aae-4e44-a23d-c74c04a1d318/Rapporto+Regionale+PMI+2023.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9bcf45e7-5aae-4e44-a23d-c74c04a1d318-oA2f7Ke>

l'1,3%. È facile desumerne che l'incidenza delle PMI tocchi valori trascurabili. Ne deriva che, per quanto il private equity e le altre fonti di finanziamento trattate nella prima parte di questo documento possano continuare a crescere, non è pensabile di raggiungere un significativo coinvolgimento delle PMI senza che vi sia un radicale cambio aziendale di passo. Le imprese, e soprattutto le PMI, devono sfruttare le operazioni sul capitale (finanziamenti non solo a debito, scambi di quote, fusioni, acquisizioni, ecc...) per creare percorsi di crescita organizzativa e dimensionale che rispondano a efficienti logiche industriali.

Segnali positivi derivano dall'Osservatorio sull'Open Innovation e Corporate Venture Capital Italiano¹³, promosso da InnovUp e Assolombarda, in cui si rileva come il Corporate venture Capital (CVC)¹⁴ sia sempre più al centro delle strategie di innovazione delle aziende e rappresenta un mezzo di finanziamento di crescente importanza per le startup e PMI innovative. I Corporate Venture Capitalist italiani si confermano prevalentemente società di piccole dimensioni (il 64,7% ha meno di 10 addetti) e per buona parte appartenenti ai servizi non finanziari (41,3%). Gli investitori di origine Corporate sono principalmente società con meno di 10 addetti (il 64,7% del totale investitori CVC), le quali rappresentano il 69,1% del capitale sociale totale detenuto da Corporate in startup e PMI innovative. Inoltre, operano nei servizi non finanziari per il 41,3%, nei servizi finanziari (incluse le holding d'impresa) per il 18,7%, nei servizi informatici per l'11,8% e nell'industria per il 10,2%. I soci Corporate investono principalmente in startup e PMI innovative operanti nei settori "software e informatica", ma non solo; quelli appartenenti all'industria, infatti, differenziano maggiormente le loro partecipazioni investendo per il 29,6% nel settore "software", per il 28,4% nei settori industriali e per oltre un quinto (22,0%) nel settore ricerca e sviluppo.

5.2 Le differenze rispetto alle operazioni con partner finanziari¹⁵

Confrontando finanza e industria, non stiamo contrapponendo mondi completamente diversi. Anche un investitore industriale cercherà un ritorno economico e di crescita, quando realizza un'operazione con capitale di rischio. La principale differenza la fanno i principi su cui si basano i diversi modelli di business. Quello di un fondo si basa sulla logica del 'capital gain'; è, quindi, naturale che tale fondo cerchi di valorizzare il proprio investimento in termini di maggiore crescita possibile, nei tempi più rapidi possibili, in modo da avere il massimo effetto sui margini e sulla generazione di cassa. Per fare un parallelismo con il mondo imprenditoriale, sarebbe per un'azienda un po' come cercare di vendere con i margini più alti e con i tempi di produzione e incasso più brevi possibili così da ridurre lo stock di liquidità che resta immobilizzato. Inoltre, mentre un'impresa di fronte a un'occasione di business di quel tipo è disposta a giocare sui

¹³ <https://www.assolombarda.it/centro-studi/osservatorio-open-innovation-e-corporate-venture-capital-2023>

¹⁴ Con il termine CVC, ci si riferisce in particolare a investimenti sotto forma di capitale ("equity") da parte di imprese mature e consolidate ("corporate") indirizzati verso imprese giovani e rischiose ("venture"), che tipicamente generano innovazione. Questo strumento fa parte delle cosiddette strategie di Open Innovation e si distingue dalle altre tipologie di investimento per i suoi obiettivi che vanno al di là di un ritorno puramente finanziario: da un lato, le imprese Corporate creano un ecosistema favorevole all'innovazione, anche all'esterno della propria struttura aziendale; dall'altro, le imprese innovative beneficiano del know-how di imprese più mature, oltre che del loro sostegno in termini di capitali.

¹⁵ Con il termine Partner finanziari intendiamo principalmente fondi o attori simili che mirano ad acquisire le quote di maggioranza di un soggetto per poi uscire dalla compagine sociale, realizzando l'investimento iniziale.

marginari, naturalmente sempre all'interno di limiti di ragionevolezza, un fondo potrebbe essere disposto a giocare la leva della cifra offerta pur di non perdere un'occasione del genere (es. maggiori aspettative di guadagno, minore tempo previsto di realizzo).

Ma quali sono le principali differenze tra operazioni guidate da un partner finanziario e quelle guidate da un partner aziendale? La prima è che, quando vengono richiesti finanziamenti di capitale in una logica imprenditoriale, l'obiettivo usuale non è la vendita a breve termine dell'impresa riorganizzata o aggregata ma il perseguimento di una logica di vantaggio competitivo che si può manifestare sotto differenti forme. Ad esempio:

- **spinta all'innovazione**, normalmente guardando a startup ad elevato potenziale. Sono i classici casi dei big dell'informatica che leggiamo spesso sui giornali;
- **maggiori sicurezza e stabilizzazione dei costi di produzione**, normalmente facendo integrazioni a valle e a monte della catena di fornitura oppure acquisendo imprese in difficoltà, ma che risultano strategiche nei processi produttivi;
- **ampliamento dell'offerta**, in termini di gamma o di un prodotto più completo. Normalmente si usa il capitale per acquisire aziende con offerta complementare o subfornitori che forniscono componenti o competenze nella costruzione del prodotto finale dell'azienda;
- **crescita della dimensione** all'interno dello stesso mercato, ragionando sulla galassia di imprese concorrenti.

La visione imprenditoriale, che mira a costruire imprese più forti per competere e rimanere più a lungo sul mercato, persegue maggiori garanzie di stabilità, di proprietà e di governance¹⁶; d'altra parte, essa non è in grado di usare il capitale di rischio per effettuare offerte economiche troppo elevate perché il ritorno dell'investimento prevede tempi di realizzazione mediamente lunghi, basati su processi gradualisti e con varie possibili articolazioni.

La seconda differenza fra mondo della finanza e mondo dell'industria è, forse, ancora più radicale della prima. Se un'operazione è trainata da un partner finanziario, essa ha come presupposto la disponibilità (diretta o indiretta) delle risorse necessarie a effettuare un investimento anche se può avere difficoltà a selezionare e caratterizzare l'investimento appropriato. Per il partner finanziario, il problema più difficile è costruire intorno target di interesse, ossia l'azienda che il fondo vuole acquisire, un efficace disegno strategico imprenditoriale. Per contro, nel caso di operazioni che partono da imprese industriali, la sequenza dei problemi è invertita. La finalità industriale è chiara, ma devono essere trovate le risorse finanziarie sotto forma di capitale di rischio. La differenza non è di poco conto, specie se si considera che qui il riferimento privilegiato è alle PMI. Si è detto che l'insieme delle imprese, che può trarre maggiori benefici dal ricorso al capitale di rischio, è proprio quello delle PMI. Tuttavia, si tratta di quella tipologia di impresa che fa più fatica a disegnare e a realizzare

¹⁶ Intesa come l'insieme dei principi, degli strumenti, delle regole e delle metodologie che riguardano la gestione e il governo di una società, di un'istituzione, di un ente. Se ben costruita porta trasparenza, maggiore evidenza della tutela degli interessi collettivi, ma soprattutto responsabilizzazione positiva, quella che in inglese viene definita "accountability, ossia l'attitudine naturale a "rendere conto" degli impatti degli esiti del proprio lavoro sia all'interno dell'azienda, sia nei confronti dell'ecosistema.

operazioni di riorganizzazione e, poi, a reperire le risorse finanziarie necessarie. Tratteremo entrambi gli aspetti nei paragrafi successivi.

5.3 Gli elementi di insuccesso nelle operazioni tra PMI

Cosa rende più difficile trovare un punto di sintesi nelle operazioni di apertura/scambio di capitale tra imprese? Trattandosi di operazioni complesse sotto molti punti di vista (sintonia personale, valutazione finanziaria, diverse idee di governance...), potenzialmente sono tantissimi gli ostacoli che possono comparire durante il percorso. Basandoci sull'esperienza fatta negli ultimi anni, possiamo raggruppare i motivi principali e più ricorrenti per cui le operazioni non sono neanche partite o non si sono chiuse, in tre macrocategorie.

Innanzitutto, la **trappola de “la volpe e l'uva”**, ossia il fatto di non prendere neanche in considerazione l'ipotesi. Le dimensioni limitate delle aziende e la necessità di un impegno su più fronti dell'imprenditore rendono più difficile trovare il tempo da dedicare alla definizione delle strategie di medio periodo. Questo, unito alla mancanza di figure interne che possano assistere in tali ragionamenti (non è frequente trovare nelle piccole imprese persone con esperienze di business plan, piani marketing, ecc..), rappresenta un elemento critico per molte realtà perché rende più facile cadere in bias¹⁷ cognitivi che possono portare a sminuire l'utilità di alcuni processi/strumenti (es. business plan o i piani strategici), minimizzare i fattori di rischio (es. una nicchia è sicuramente un vantaggio se profittevole e duratura, ma quando inizia ad asciugarsi può diventare una trappola), sopravvalutare in modo autoreferenziale i propri punti di forza e sminuire le opportunità.

Capita poi di trovare l'**effetto “Sansone e i filistei”** che è maggiormente diffuso, come sottolineato anche da esperienze vissute dai partecipanti del Gruppo di Lavoro, nelle operazioni di passaggio generazionale o, meglio, mancato passaggio generazionale, oppure in situazioni di imprese in forte difficoltà. Accade quando l'imprenditore, che ha deciso di andare in pensione o che non riesce a rilanciare l'impresa, preferisce cessare l'attività piuttosto che vendere a qualcun altro. Questo comporta perdita non solo di posti di lavoro, che non è poi facile riassorbire, ma anche di know how, di competenze e può creare difficoltà economiche e operative alla catena di fornitura a monte e a valle. Nel caso di imprese in forti difficoltà, vogliamo sottolineare che l'atteggiamento è diverso nei confronti dei fondi, ma ugualmente controproducente, dato che si aspettano di ricevere da loro offerte molte volte molto superiori al reale valore dell'impresa in quel momento.

Infine, è molto frequente il pericolo **“torre di Babele”** o delle **“rette parallele”**, ossia quando due offerte sono talmente distanti, negli elementi considerati o nel valore, da rendere di fatto impossibile trovare un punto di incontro. Questo è quasi sempre legato al fatto di non essersi mai interrogati per tempo su quali siano effettivamente gli aspetti di valore da “monetizzare” nelle trattative. Spesso ci sentiamo chiedere “Quanto vale la mia azienda? Il MOL moltiplicato

¹⁷ Il bias cognitivo o distorsione cognitiva porta a creare una propria “realtà soggettiva”, sviluppata sulla base dell'interpretazione delle informazioni in possesso, anche se non logicamente o semanticamente connesse tra loro, che porta dunque a un errore di valutazione o a mancanza di oggettività di giudizio.

per 7? 8? 12?”. Purtroppo, il calcolo non è così semplice. Non ci si può basare solo sul conto economico. Cosa succede, ad esempio, se ho un buon MOL sulla carta, ma non ho capacità di incasso oppure sono sovra-indebitato? Non si possono usare solo calcoli quantitativi. Vi accontentereste di valutare i passati bilanci nel caso di un’impresa, in cui l’imprenditore ha un ruolo fondamentale in numerosi processi aziendali (rapporti con clienti e fornitori, definizione prezzi, innovazione, ecc...) ma non sarà presente nel futuro disegno strategico (es. nel caso di volontà di cedere l’azienda)?

Non è poi insolito imbattersi in situazioni, in cui chi deve vendere inserisce nelle sue aspettative una combinazione tra desiderio di monetizzare le tante ore dedicate negli anni all’azienda e i tanti sacrifici fatti; o fa inconsapevole riferimento agli aspetti affettivi di attaccamento all’impresa. È sempre meglio, prima ancora di fare calcoli, allinearsi intorno a quelli che sono gli elementi da valorizzare con effetti positivi o negativi. Soprattutto, quando si tratta di vendere o di far entrare esterni nel capitale dall’azienda, la strategia non deve essere quella di “vendere per monetizzare”, ma di “monetizzare per vendere”. Si tratta, cioè, di mettere in campo per tempo quelle azioni che possano far emergere non solo la solidità dei bilanci, ma anche i fattori di forza dell’impresa e del suo potenziale valore: competenze manageriali, margini di crescita, miglioramento dei flussi finanziari, ecc. Questo può aiutare a trovare punti di incontro, pur partendo da posizioni distanti. Se però il punto di incontro non emergesse, sarebbe inutile insistere fino allo sfinimento. Come abbiamo visto “il mare è pieno di pesci”. Meglio quindi continuare a esplorare, perché nuovi incontri possono contribuire a trovare i partner più adatti oppure ad acquisire elementi per rivedere le proprie stime.

5.4 Gli strumenti finanziari per diffondere le operazioni tra imprese

Se già per le grandi imprese non è facile fare operazioni straordinarie (fusioni o acquisizioni) con l’autofinanziamento, le PMI che ci riescono sono pochissime mosche bianche. Mentre le grandi imprese possono rivolgersi ai mercati per aumenti di capitale o emissione di bond, le imprese più piccole hanno opzioni più ridotte. Come si è cercato di sottolineare nella prima parte del Rapporto, sarebbe però un errore trarre la conclusione che la sola fonte di finanziamento esterno delle PMI è il classico debito bancario, erogato con modalità spesso incompatibili con le cifre e i tempi di rientro delle operazioni straordinarie. Per sostenere una crescita organica della dimensione e della competitività delle imprese, occorre creare le condizioni perché vi sia disponibilità di adeguati capitali, non solo in termini quantitativi, ma anche qualitativi. Le diverse forme di capitale di rischio, esaminate nella prima parte, aprono prospettive interessanti. Forse però il sostegno di risorse pubbliche, da associare a quelle private, può essere un utile incentivo.

5.4.1 L'utilità di un sostegno pubblico

Nell'ambito degli incentivi per le piccole e medie imprese configurabili come **aiuti di Stato**¹⁸, in Italia il *policy maker* ha storicamente agevolato e facilitato il ricorso a **fonti di debito** rispetto a interventi sul **capitale di rischio**, rendendo le prime più convenienti rispetto a normali condizioni di mercato grazie ad un mix di contributi sugli interessi e garanzie pubbliche. Questo non solo per la storica e consolidata tendenza **all'indebitamento bancario** delle pmi italiane, ma anche per:

1. l'**efficienza maggiore** nel mobilitare risorse. I fondi pubblici erogati sotto forma di **garanzie** e **contributi** per abbattere il costo degli interessi bancari presentano un **effetto moltiplicatore** delle risorse finali che arrivano alle imprese, dato che si combinano con risorse provenienti da stakeholder finanziari (vedi [Box 1](#));
2. la **minor complessità** nel costruire incentivi compatibili con la normativa degli aiuti di Stato. La normativa europea sugli aiuti di Stato¹⁹ è molto stringente sulle caratteristiche dei soggetti beneficiari, dei soggetti finanziatori e sulla tipologia di operazioni di aiuto al finanziamento del rischio come le operazioni di equity.

Sono pochi gli interventi di supporto pubblico, sono quasi tutti destinati agli stakeholder finanziari e vengono realizzati “a condizioni di mercato”, come ad esempio il [Fondo Italiano di Investimento](#) o il prossimo Fondo nazionale del made in Italy²⁰.

Andrebbero, quindi, previsti dei nuovi strumenti che:

- possano favorire operazioni di capitale tra imprese;
- seguano tutte le tappe delle operazioni;
- garantiscano delle “premierità” nel medio periodo;
- sfruttino tutto il potenziale dei principali regolamenti agevolativi (vedi [Box 2](#)), senza limitarsi al solo regime de minimis;
- vengano attivati con fondi congrui;
- prevedano una fase di valutazione *ex post* dei risultati ottenuti, per verificare l'impatto delle misure e attivare i correttivi adatti.

Questi, idealmente, potrebbero essere suddivisi in tre categorie:

- incentivi per impostare le operazioni straordinarie tra imprese;
- incentivi per agevolare le operazioni straordinarie tra imprese;
- premierità derivanti dalla conclusione delle operazioni straordinarie tra imprese;

e potrebbero seguire le linee guida riportate nei sottoparagrafi seguenti.

¹⁸ Per aiuto di Stato si intende qualsiasi agevolazione, concessa senza corrispettivo, dagli Stati ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, **falsano o minacciano di falsare la concorrenza**, nella misura in cui incidono sugli scambi tra gli Stati Membri dell'Unione Europea (fonte: Comunicazione della CE sulla nozione di aiuto di Stato (2016/C 262/01))

¹⁹ In particolare, articolo 21, sezione 3 del regolamento 651/2014.

²⁰ Come da ddl Made in Italy approvato dal CdM, il 31 maggio 2023.

5.4.1.1. Incentivi per impostare le operazioni straordinarie tra imprese

In questa prima categoria devono essere collocati gli incentivi in grado di **ridurre il costo** delle attività propedeutiche finalizzate a verificare l'esistenza di presupposti per avviare le operazioni. Tra queste, sicuramente, tutta l'attività di *due diligence* e di consulenze per approfondire la fattibilità e gli impatti previsti.

Le tipologie di spesa principali sono quindi i “costi di consulenza” che possono essere oggetto di contributo, tipicamente a fondo perduto. Per queste tipologie di costi il miglior regime da utilizzare per definire un incentivo è certamente l'articolo 18 del GBER “aiuti alle pmi per servizi di consulenza”. È fondamentale in questo caso rispettare le indicazioni previste dal regolamento, tra cui il fatto che:

- le spese ammissibili non rientrino tra i costi esterni ordinari e continuativi di consulenza che l'impresa sostiene (come costi per la consulenza fiscale, legale, societaria, ecc.);
- l'intensità di aiuto (ESL) non superi il 50% del totale spese ammissibili.

Ministeri, Regioni, Camere di Commercio e loro Unioni possono utilizzare questa possibilità per costruire nuove opportunità per le imprese, partendo da una puntuale elencazione delle spese ammissibili. Ad esempio:

- attività sostenute in previsione dell'inizio delle operazioni straordinarie come:
 - l'implementazione e l'adeguamento del sistema di controllo di gestione;
 - l'assistenza dell'impresa nella redazione del piano industriale;
- attività riguardanti le questioni legali, fiscali e contrattualistiche strettamente inerenti alle procedure delle operazioni straordinarie;
- attività di comunicazione necessarie a offrire la massima visibilità all'operazione realizzata e a divulgare l'investment case.

La procedura consigliabile da attivare è quella **valutativa a sportello**²¹, con uno sportello sempre aperto e valutazione delle domande, secondo una griglia predefinita, a cadenza regolare.

Per dare la possibilità al maggior numero di imprese di poter utilizzare un simile strumento, l'incentivo può anche essere inferiore al valore massimo previsto dal GBER. Dalla nostra esperienza un **contributo a fondo perduto** pari almeno al 30% delle spese e per un **importo massimo sino a 30.000 €** può essere percepito come utile per attivare il processo.

A livello nazionale un incentivo già esistente che segue le logiche sopra riportate è il “Credito d'imposta per la quotazione di PMI²²” che prevede un beneficio massimo pari a 500.000 € delle spese sostenute per il 50% del loro valore.

²¹ La procedura valutativa a sportello prevede la valutazione delle domande sulla base dell'ordine cronologico della loro presentazione come previsto dal Dlgs 123/98.

²² Introdotto dalla legge di Bilancio 2018 e successive proroghe e modifiche.

5.4.1.2 Incentivi per agevolare le operazioni straordinarie tra imprese

Poter contare su un contributo per ridurre i costi di accesso alla consulenza al fine di definire e verificare un'operazione straordinaria tra imprese **potrebbe non essere sufficiente** alle parti interessate per decidere di avviare il *deal*. È necessario prevedere anche un set di incentivi aggiuntivi da utilizzare per finanziare le operazioni a costi inferiori a quelli di mercato.

L'incentivo dovrebbe integrare le risorse di liquidità finalizzate al completamento dell'operazione, tramite:

- un finanziamento a medio lungo termine a valere su un **fondo rotativo** costituito ad "hoc", pari al 50% dell'importo totale dell'operazione, ad un tasso di interesse corrispondente ad una frazione del tasso di riferimento vigente *pro tempore*, eventualmente assistito da una garanzia pubblica, in funzione della classe di scoring dell'impresa;
- un **contributo pubblico per abbattere il tasso di interesse** di forme di finanziamento a medio lungo termine erogate da stakeholder finanziari per coprire la restante parte dei costi dell'operazione, eventualmente assistito da una garanzia pubblica, in funzione della classe di scoring dell'impresa.

L'intervento pubblico dovrebbe mantenere il costo finanziario dell'operazione tra l'1% e il 2%.

Circa la durata, è necessario uno sforzo verso il medio periodo, compatibile, come detto in precedenza, con i tempi più lunghi del ritorno di una possibile operazione tra imprese:

- se il piano di rimborso è *amortizing*: dai cinque ai sette anni con preammortamento massimo di due anni;
- se è previsto un rimborso *bullet*: cinque anni.

Per questa fattispecie di intervento è consigliabile utilizzare il regime *de minimis*, che tra l'altro ben si presta per operazioni di acquisizioni/fusioni aziendali. Infatti, i plafond *de minimis* delle imprese restano distinti per tutto l'iter dell'operazione straordinaria e devono essere sommati, come previsto dal regolamento²³, solo al termine dell'operazione con la definizione del nuovo soggetto economico. Tuttavia, quest'azione non provoca nessun obbligo di restituzione della parte di aiuti che può comportare il superamento del plafond totale, ad oggi di 300.000 €, ma solo la necessità di attendere, con il passare degli anni, che il plafond scenda sotto il limite prima di poter ritornare a beneficiare di aiuti in *de minimis*.

Ad esempio, l'azienda A che ha un plafond *de minimis* utilizzato per 240.000 €, acquisisce l'azienda B, che ha un plafond *de minimis* utilizzato per 70.000 €, può richiedere prima del completamento dell'operazione un massimo di 60.000 € di nuovi contributi (240.000 + 60.000) in *de minimis*. Al termine dell'operazione sommando l'assorbimento totale *de minimis* delle due società originarie il beneficio risulterà di 370.000 € (240.000 + 60.000 + 70.000 dell'impresa B), senza obbligo di restituzione per il nuovo soggetto economico della parte eccedente i 300.000.

²³ Regolamento (UE) 2023/2821 della Commissione del 13 dicembre 2023.

Naturalmente non sarà possibile più chiedere nuovi contributi in *de minimis* sino a quando con l'avanzare degli anni si libereranno quote di plafond.

Anche in questo caso la procedura migliore è quella **valutativa a sportello**, con uno sportello sempre aperto e valutazione delle domande, secondo una griglia predefinita, a cadenza regolare.

Approfittiamo per sottolineare che la normativa sugli aiuti di Stato in merito alla definizione di pmi prevede anche che, in caso di un cambiamento di proprietà conseguente a una fusione o acquisizione e quindi operazioni societarie non temporanee, debba essere ricalcolata immediatamente la dimensione aziendale, secondo la definizione comunitaria di PMI²⁴. L'eventuale perdita di "status di PMI" comporta solo l'esclusione dagli aiuti riservati al nuovo o modificato soggetto economico derivante dall'operazione societaria.

5.4.1.3 Premialità derivanti dalla conclusione delle operazioni straordinarie tra imprese

Dalla conclusione dell'operazione straordinaria deriverà una realtà generalmente più strutturata e complessa, che necessariamente avrà bisogno di tempo per andare a regime.

Indicativamente per un periodo di **almeno tre anni** dalla data di conclusione dell'operazione di acquisizione, sarà importante prevedere - nei bandi con procedura a valutazione per l'assegnazione dei fondi - delle **premialità** per le imprese che hanno realizzato tali operazioni.

La *ratio* mira da unire quanto abbiamo evidenziato in questo documento con un indirizzo di politica industriale che punta a riconoscere un plusvalore ai progetti presentati da imprese di qualsiasi dimensione che abbiano intrapreso un percorso di rafforzamento dimensionale per crescita esogena.

Queste premialità, ad esempio, potrebbero consistere in:

- una riserva di fondi per quegli incentivi con fondi contingentati ed a rischio esaurimento e/o oggetto di click day;
- punteggi aggiuntivi da indicare nelle tabelle con i criteri di valutazione;
- priorità nella fase di istruttoria delle domande.

A maggior ragione, se queste operazioni comportano anche l'estensione o l'introduzione delle pratiche ESG, quali definizione di piani di sostenibilità o la pubblicazione di rendicontazioni conformi ai criteri definiti dalla Commissione europea (ESRS, LSEG ESRS, VSME ESRS...), dovrebbero essere considerate premialità aggiuntive.

²⁴ Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003, ripresa all'allegato 1 del Regolamento n. 651/2014 della Commissione. Più nel dettaglio pag. 14 della "Guida dell'utente alla definizione di PMI".

Box 1 – Esempi di incentivi con moltiplicatori più efficienti (x 12)

Il Fondo di Garanzia per le pmi. Secondo i dati²⁵ del Ministero delle Imprese e del Made in Italy (MIMIT), nel settennato 2015 – 2021 è stato possibile garantire oltre 305 miliardi di euro di finanziamenti a fronte di 25 miliardi di euro di copertura del rischio delle operazioni garantite dal Fondo (figura seguente).

FIGURA 16 – OPERATIVITÀ DEL FONDO 2015-2021 (MILIONI DI EURO)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Totale
Operazioni accolte (n.)	102.608	114.473	119.900	129.370	124.953	1.585.344	997.583	3.174.231
Finanziamento garantito	14.984,35	16.640,59	17.373,89	19.205,68	19.327,43	124.386,93	93.465,06	305.383,9
Garanzia concessa	10.161,25	11.526,95	12.196,03	13.647,19	13.309,65	105.920,71	67.612,33	234.374,1
Importo accantonato	724,02	825,77	842,77	1.029,84	1.116,66	12.249,98	8.457,39	25.246,4

FONTE: RELAZIONE SUGLI INTERVENTI DI SOSTEGNO ALLE ATTIVITÀ ECONOMICHE E PRODUTTIVE 2022 DEL MIMIT

Nuova Sabatini. Nel settennato 2015 – 2021, con un contributo decretato circa 3,5 miliardi di euro ha agevolato 43 miliardi di operazioni di investimento aziendale (figura seguente).

FIGURA 17 – OPERATIVITÀ DELLA NUOVA SABATINI 2015-2021 (EURO)

Dimensione azienda	N. domande	Investimento proposto dalle imprese	Finanziamento deliberato Banche e Leasing	Investimento medio	Contributo impegnato	Contributo decretato ⁽¹⁾	N. Decreti ⁽¹⁾	N. Imprese
Media	34.788	€ 12.539.094.042	€ 12.467.533.691	€ 360.443	€ 1.108.228.107	€ 946.454.632	31.478	11.386
Piccola	91.589	€ 19.243.424.785	€ 19.193.645.843	€ 210.106	€ 1.708.759.004	€ 1.581.463.842	84.605	36.350
Micro	103.549	€11.439.253.750	€11.407.412.998	€110.472	€1.011.864.884	€945.271.644	96.536	65.555
Totali	229.923	€ 43.221.772.577	€ 43.068.592.533	€ 187.981	€ 3.828.851.996	€ 3.473.190.118	212.619	113.291

FONTE: RELAZIONE MIMIT SULLA NUOVA SABATINI, GENNAIO 2023

Box 2 – Sintesi dei principali regolamenti agevolativi

Il regolamento 651/2014 (General Exception Block Rules - GBER) in sintesi

L'attuale Regolamento Generale di Esenzione, pubblicato nel 2014, è frutto dell'azione della Commissione Europea avviata l'8 maggio 2012 per la modernizzazione degli aiuti di Stato, articolata principalmente lungo tre filoni:

- promozione della crescita in un mercato interno rafforzato, dinamico e competitivo;
- preminente applicazione delle norme sui casi con il maggiore impatto sul mercato interno;
- razionalizzazione delle norme esistenti sugli aiuti di Stato per permettere decisioni più rapide.

²⁵ Relazione sugli interventi di sostegno alle attività economiche e produttive 2022 del Ministero delle Imprese e del Made in Italy (MIMIT)

Utilizzando le indicazioni del GBER il policy maker nazionale/locale può quindi evitare di incorrere nella procedura di notifica delle misure di aiuto nei confronti della Commissione. È sufficiente una comunicazione sulla base di schemi standard presenti nel regolamento, semplificando non poco il processo.

Anche per le imprese è maggiormente vantaggioso l'utilizzo di bandi in GBER rispetto al *de minimis* in quanto il primo impone dei vincoli di carattere percentuale sulla spesa ammissibile e non un plafond massimo a livello di gruppo aziendale, che una volta raggiunto non permetterà più di accedere ad ulteriori misure. Non tutte le finalità e quindi gli incentivi qualificabili come "aiuto di Stato" possono essere pubblicati in GBER, per questo laddove inevitabile è consigliabile utilizzare altri regolamenti come il *de minimis*.

Il regolamento 2023/2831 de minimis

Di più semplice utilizzo per la PA che ne fa uso, è il regolamento *de minimis*²⁶ utilizzato moltissimo in Italia da parte degli enti pubblici per concedere contributi alle imprese, con essenzialmente l'unico limite di un massimale di contributi di € 300.000 per impresa unica, ovvero gruppo di imprese nel caso ricorra l'ipotesi di collegamento tra più imprese in uno stato membro.

Il *de minimis* può essere utilizzato solo per gli aiuti trasparenti ovvero quelli in cui è possibile calcolare ex ante l'equivalente sovvenzione lordo dell'aiuto e nel particolare:

- gli aiuti concessi sotto forma di **conferimenti di capitale** sono considerati trasparenti solo se l'importo totale dell'apporto pubblico non supera il massimale *de minimis*;
- gli aiuti concessi sotto forma di **misure per il finanziamento del rischio**, quali investimenti in equity o quasi equity sono considerati trasparenti se il capitale fornito a un'impresa unica non supera il massimale *de minimis*.

²⁶ Gli aiuti in *de minimis* non possono propriamente essere considerati aiuti di Stato in quanto gli importi essendo appunto *de minimis* non possono aver ripercussioni sulla concorrenza tra imprese appartenenti ai vari stati membri dell'UE.

6

6. Le conclusioni e le raccomandazioni

Nelle pagine precedenti del documento abbiamo illustrato come, in molte occasioni, il capitale di rischio possa rappresentare una leva importante per sostenere i progetti imprenditoriali. Tuttavia, la percezione comune è che di questo tema se ne parli da anni senza che ci siano mai cambiamenti rilevanti e viene spesso liquidato in maniera semplice come un problema di cultura o di mercato. Sicuramente, quella è una parte di verità, ma se la questione dipendesse solo da due variabili sarebbe facilmente affrontabile e risolvibile. Invece, mondo della finanza e mondo industriale continuano a essere ancora troppo lontani.

È necessario attivare un confronto costante costruttivo su preconcetti, ostacoli, strumenti comuni, percorsi di accompagnamento, andando oltre la sola visione finanziaria. Questo non può dare certezze di risoluzione, ma avvicina i bisogni e le aspettative. Nella nostra esperienza abbiamo visto che progetti così impostati possono funzionare e portare risultati. Come facciamo già da anni nel rapporto banca-impresa, sappiamo che avviare un confronto non vuol dire risolvere il problema, ma sforzarsi costantemente di tenere un canale di dialogo sempre aperto che faciliti la conoscenza reciproca, analizzi i problemi con gli occhi di oggi, dia per scontato che sia nell'interesse di tutti trovare punti comuni, con l'Associazione che gioca un ruolo di costante compensazione, mediazione e assistenza a tutte le parti coinvolte. Perché, come per i temi

trattati nei nostri posizionamenti precedenti²⁷, anche in questo caso occorre uno sforzo corale di convergenza da parte di molti soggetti.

Di seguito abbiamo individuato quelli che, secondo noi, sono gli attori che possono maggiormente influenzare questo processo e proposto a ciascuno di essi delle raccomandazioni pratiche e fattibili:

- le imprese;
- gli stakeholder finanziari e gli advisor;
- le istituzioni;
- le associazioni imprenditoriali.

6.1 Le imprese

Poter “attivare” capitali di rischio rappresenta sicuramente una leva che molte imprese possono utilizzare per ottenere i vantaggi o ridurre le fragilità che abbiamo descritto nei capitoli precedenti. Tuttavia, è importante sottolineare che non è una strada per tutti e non esiste un solo modo per percorrerla. Le aziende devono considerare questo tipo di operazioni senza pregiudizi e a partire della valutazione della compatibilità con le proprie strategie e con le risorse da poter attivare.

Per identificare la rosa ristretta di alternative è utile non limitarsi al confronto con i manager e con gli advisor, che comunque rimangono attori molto importanti e determinanti, ma anche raccogliendo esperienze da imprenditori che hanno in corso o hanno terminato operazioni di finanza strutturata o percorsi di apertura del capitale, finanziatori e associazioni. Proprio nelle raccomandazioni riservate a queste ultime abbiamo proposto di attivare azioni per favorire questi incontri perché permettono di analizzare le opportunità da punti vista diversi e poter trarre in modo più consapevole le proprie decisioni.

Per ridurre le opzioni e identificare quella ideale è necessario dotarsi di processi e strumenti che permettano di:

- analizzare il posizionamento attuale rispetto alle principali variabili che influenzano e possono determinare le strategie dell’impresa (mercato, concorrenti, clienti e catena di fornitura, risorse umane, trend di innovazione, governance, transizione ecologica...);
- definire scenari di sviluppo futuro, non solo finanziarie, che integrino analisi SWOT, costi benefici e impatti normativi (es. perdita di status di PMI o ingresso nel perimetro di obbligatorietà delle normative ESG²⁸);

²⁷ Finanza Sostenibile: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese “ (<https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/informazioni/finanza-sostenibile-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>) e “Rating: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese” (<https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/informazioni/rating-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>).

²⁸ Per un approfondimento sui regolamenti e sulle opportunità della Finanza Sostenibile, vedi “Finanza Sostenibile: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese “, <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/informazioni/finanza-sostenibile-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>

- combinare i primi due punti per effettuare gap analysis (analisi degli scostamenti) in modo da definire le diverse risorse che è necessario reperire per garantire efficacia e successo.

Nelle fasi iniziali, tra le parole d'ordine non devono mai mancare “gradualità” e “incrementale”. Incominciare ad approcciare strumenti di finanza strutturata «più semplici» (es. finanziamenti in pool, mini-bond), avviare processi di rating²⁹ sollecitati³⁰ possono essere una buona palestra per sviluppare modelli di governance, processi decisionali e prassi gestionali con modalità coerenti con l'identità dell'impresa, senza forzature indotte da obblighi normativi o di mercato. Inoltre, questo avrebbe anche il vantaggio di diluire i costi di accesso a strumenti più complessi o ai mercati finanziari, capitalizzando nel tempo i vantaggi.

Un altro aspetto importante da considerare è che l'apertura di capitale rende necessario il doversi confrontare in modo ricorrente con i «nuovi soci» e di motivare le proprie decisioni. È un tema molto critico perché implica costruire equilibri e rappresenta un amplificatore di effetti positivi e negativi (anche reputazionali) delle azioni dirette o indirette della squadra aziendale. Anche in questo caso l'approccio graduale può venire in soccorso e permettere di sviluppare e valorizzare ulteriormente il ruolo imprenditoriale. Ad esempio: iniziare a fornire comunicazioni tempestive e regolari ai propri principali stakeholder (es. dipendenti e a banche) può rappresentare un utile modo per «fare pratica», con rischi ridotti; con partner strategici con cui si vogliono approfondire sinergie oppure con partner che rischiano di non avere continuità tra qualche anno, ad esempio per passaggi generazionali, valutare di avviare collaborazioni basate sullo scambio di quote di simile importo (non simile peso sul totale del capitale sociale per rendere neutro l'effetto di liquidità) e per un tempo limitato, terminato il quale l'operazione può essere invertita, tornando all'origine, o rafforzata, stabilendo nuovi movimenti di quote. Questo rende più tangibile l'interesse verso lo sviluppo di entrambe le realtà, aiuta la trasparenza e l'accesso a medesimi set informativi, permette di studiare i modi in cui vengono gestite le due realtà e di far conoscere meglio le due strutture, aiutandole a “prendere le misure” nei rapporti professionali.

6.2 Gli stakeholder finanziari e gli advisor

Il mondo della consulenza e della finanza rappresenta l'altro grande attore che condivide il palcoscenico insieme alle aziende. È anch'esso un mondo molto variegato, che contiene soggetti con posizionamenti ed esigenze diverse, ma che è pur sempre composto da imprese e imprenditori che, quindi, da un lato devono essere messi nelle condizioni di operare in un ecosistema quantomeno efficiente, ma dall'altro sono soggetti alle “normali” logiche di mercato e ai rischi d'impresa.

Se togliamo per un attimo da questo ragionamento grandi realtà quotate, multinazionali o che sono spinte ad aggregazione da normative o pressioni regolamentari (es. banche e

²⁹ Per un approfondimento sui regolamenti e sulle opportunità dei rating, vedi “Rating: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese”, <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/informazioni/rating-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>

³⁰ Sono i rating “sollecitati”, ossia richiesti, in questo caso, attivamente dall'azienda che chiede di essere valutata attraverso un dialogo con l'agenzia di rating e basato sulla misurazione di aspetti qualitativi e quantitativi.

assicurazioni), ci troviamo in una situazione molto simile a quella descritta nel capitolo 5: tanti soggetti di dimensioni limitate che si scontrano con problemi di limiti di offerta, minor ventaglio di strategie attivabili, minori canali di reperimento di risorse, difficoltà ad innovare modelli di business e servizi. Anche nel mondo della finanza c'è il bisogno di attivare quel processo di trascinarsi dimensionale verso l'alto che abbiamo citato nel capitolo precedente e che deve avvenire con logiche che possano premiare la differenziazione.

A livello di sistema italiano non abbiamo bisogno di una concorrenza sul prezzo, ma di una concorrenza di ascolto e adattamento alle esigenze, che porti a soluzioni diverse da quelle che non hanno funzionato in precedenza³¹. Come sistema imprenditoriale sappiamo bene che quando una cosa non funziona, non sempre è sufficiente fare piccoli corretti. A volte serve provare una strategia diversa. Ogni insuccesso di mercato non è mai solo un problema di domanda, ma anche di trovare un'offerta che si adatti sempre meglio ai bisogni. Parafrasando Confucio: il momento migliore per avvicinare finanza ed economia reale era vent'anni fa e il secondo momento migliore è adesso. Senza questo scatto in avanti rischiamo di non uscire da spirali involutive di considerazioni che sentiamo da anni: “gli imprenditori non vogliono aprire il mercato”; “in Italia non si trovano risorse per finanziare le imprese”; “i fondi italiani non considerano partecipazioni di minoranza”; “negli Stati Uniti il mercato dell'equity funzionano meglio”; “i fondi spolpano le imprese per tornaconto personale”.

Oltre a queste azioni che richiedono necessariamente tempo per essere attuate in modo efficace, il mondo finanziario dovrebbe già lavorare:

- per promuovere una collaborazione sempre più stabile e inclusiva. Fondi, advisor e banche possono sfruttare le differenze di ruoli ed offerte per creare prodotti sinergici per il sostegno delle operazioni di capitale. Ogni operazione ha bisogno di qualcuno che la imposti, di qualcuno che supporti il reperimento del capitale “straordinario”, di qualcuno che supporti la crescita del capitale più “ordinario”. Le banche potrebbero creare un set di prodotti ad hoc per aiutare gli imprenditori a partecipare ad aumenti di capitale e accompagnare la crescita e l'assestamento del circolante, mentre altri player si occupano del reperimento delle risorse di equity;
- sull'ottimizzazione e sulla scalabilità delle soluzioni, per ridurre costi e aumentare la platea dei soggetti che possono essere serviti;
- per collaborare maggiormente con le associazioni, non in ottica di sviluppo di business, ma con l'obiettivo di sviluppare insieme iniziative e messaggi per promuovere le eccellenze imprenditoriali italiane nei confronti dell'estero, accompagnandole nel dialogo con controparti finanziarie e aziendali. In questi, secondo noi, abbiamo un alto potenziale inespresso. Ci sono molti settori italiani che pur avendo potenzialità non sono avvezzi a guardare oltre confine per operazioni di crescita (ad, esempio i servizi e il turismo). Oppure imprese italiane che faticano ad entrare nei radar di finanziatori e aziende internazionali

³¹ Ad esempio, per una società di consulenza non esiste solo l'equazione “crescita della struttura=servizi più specializzati=clienti più grandi”. È anche possibile crescere nello stesso mercato, ottimizzando i costi di gestione per permettere di preservare marginalità anche rivolgendosi a target dimensionali minori con lo stesso servizio. Oppure fare acquisizioni di aziende complementari per aumentare l'offerta.

oppure rischiano di farlo da prede. Essere sollecitate e avere al proprio fianco un team di esperti misto (associazioni e player finanziari) sicuramente le farebbe sentire maggiormente tutelate e più sicure.

6.3 Le istituzioni

Le istituzioni e i regolatori hanno un importante ruolo abilitante. Fino ad ora il loro approccio si è focalizzato nel rendere più semplice l'accesso a fonti di finanziamento non bancario, in una dimensione di mercato europea, per creare, rendere appetibile e concorrenziale l'offerta rispetto ai canali più tradizionali. Tutte azioni assolutamente importanti perché senza un mercato efficiente e senza fornitori di “materia prima” finanziaria, mancherebbero i fattori abilitanti per pensare qualsiasi tipo di azioni.

Tuttavia, spesso, abbiamo la sensazione che i ragionamenti si fermino a quel livello e al presupposto che se è più semplice quotarsi o vengono date più risorse ai fondi di investimenti, le imprese ne avranno necessariamente un beneficio. Purtroppo, la realtà non è così semplice e ne abbiamo avuto prove anche negli ultimi anni. Ad esempio, con la “promessa” dei PIR che avrebbero dovuto far arrivare tantissime risorse a una pluralità di imprese, ma che hanno finito con il creare uno stock di liquidità non investibile alle condizioni per ottenere i benefici fiscali e hanno creato benefici per pochi soggetti nel mercato.

Dal nostro punto di vista, non è sufficiente la presenza di fonti di finanziamento non bancarie, per innescare percorsi virtuosi. Abbiamo visto che per le aziende è la crescita della dimensione che le mette nelle condizioni di creare progetti più innovativi e competitivi, che possano maggiormente trovare soddisfazione nell'offerta di finanza di capitale. Le istituzioni devono affrontare questi temi facendoli diventare, insieme alla transizione sostenibile e digitale, una delle gambe della politica industriale europea. Non è solo cercando di spingere la finanza “verso il basso” che si può avere successo, ma anche spingendo il sistema imprenditoriale “verso l'alto”. Per farlo è necessario:

- da un lato, seguire un approccio normativo e regolamentare che tenga sempre conto:
 - del principio di proporzionalità, in particolare nel regime sanzionatorio, prevedendo periodi di “grazia” nelle prime fasi di “apprendimento” di nuovi obblighi in cui alcuni tipi di sanzioni possono non essere applicate o esserlo in forma ridotta. Questo permetterebbe non solo di ridurre burocrazia e costi, ma anche di far pendere maggiormente l'analisi rischi/vantaggi, verso i secondi;
 - del fatto che siamo in un mercato europeo e che, quindi, occorre preservare la concorrenza del sistema italiano all'interno del mercato unico. Questo si concretizza nella velocità di recepimento delle normative europee, che deve essere in linea con quella degli altri paesi, e nel non ricorrere a misure di Gold Plating³² che possono creare ostacoli in più alle imprese italiane durante il recepimento;

³² In sede di recepimento delle Direttive Comunitarie, si fa riferimento al Gold Plating come a “quella tecnica che va al di là di quanto richiesto dalla normativa europea pur mantenendosi entro la legalità”.

- dall'altro disegnare un sistema di sostegno pubblico che sia guidato dai principi seguenti:
 - stabilità nel tempo. Purtroppo, la politica italiana ha una tendenza particolare a progettare forme di sostegno di breve periodo e a inventarne sempre di nuove. Se già sugli investimenti le imprese hanno bisogno di stabilità, su questo tipo di operazioni che hanno grado di complessità e tempi di realizzo maggiori, la cosa è ancora più valida;
 - “neutralità di forma”. Un po' come il principio della “neutralità tecnologica” dovrebbe essere uno delle basi della transizione sostenibile, si dovrebbe guardare più ai risultati da raggiungere che alla spinta di una forma tecnica particolare a dispetto di un'altra. Questo aiuterebbe sia il mercato a regolarsi verso le forme più utili in un dato momento, sia a favorire lo sviluppo di nuovi player/canali;
 - concentrarsi sull'efficacia e non sulle masse di denaro messe a disposizione. Ad esempio, quando vengono attivati con risorse pubbliche meccanismi di fondo dei fondi, inserire vincoli di impiego contrastare la concentrazione su poche operazioni e favorire la distribuzione su un numero maggiore di imprese;
 - combinazione complementare e non sovrapposizione con finanziamenti locali. Dato che gli ostacoli/opportunità possono essere differenti tra i vari territori (es. mancanza di player di un certo tipo, presenza di certe categorie di distretti...), permetterebbe alle pubbliche amministrazioni locali (regioni, camere di commercio...) di customizzare “l'ultimo miglio” per ottenere risultati più vicini alle esigenze del territorio.

6.4 Le associazioni imprenditoriali

Visti i contenuti di questo documento e le raccomandazioni precedenti, saranno molte le aziende che potranno trarre beneficio o che potranno essere interessate nei prossimi anni da questa tipologia di operazioni. Le associazioni dovranno essere in grado di soddisfare i bisogni di diverse categorie di utenti-imprese (curiosi, motori di acquisizioni, interessati a cercare collaborazioni o a vendere, passaggi generazionali...) e legati a numerose tipologie di operazioni.

Per questo accanto ai servizi più classici per le associazioni, le aziende associate hanno segnalato l'utilità di sviluppare servizi ad hoc e che siano in grado di soddisfare le esigenze specifiche delle diverse operazioni.

Tra le richieste nella categoria dei servizi più classici rientrano:

- la promozione e la diffusione della conoscenza dei vantaggi, del funzionamento e degli aspetti tecnici legati ai mercati azionari, alle altre forme di finanziamento di capitale e alle operazioni di finanza strutturata;
- il monitoraggio dell'evoluzione delle normative e la diffusione attraverso incontri, convegni, webinar, sito e newsletter;
- la diffusione di casi di successo, best practice anche attraverso case studies o focus group settoriali che possano favorire il confronto e il trasferimento delle esperienze;

Invece, tra le attività che ritengono fondamentali per porre le basi dell'avvio di operazioni di apertura dei capitali o di finanza strutturata:

la creazione di task force interne all'Associazione che siano in grado di aiutare le imprese in tutti i primi passi di approccio a tutte le operazioni che interessano l'apertura del capitale. Ad esempio: la verifica della presenza dei requisiti necessari; la stesura di business plan; una prima stima del proprio valore aziendale e delle controparti interessate nelle operazioni; prime ipotesi per immaginare la tipologia di operazione e gli interlocutori da coinvolgere; prime linee guida/modelli che aiutino ad esplorare e iniziare a impostare gli aspetti legali; a completamento del punto precedente, l'attivazione di una rete di partnership qualificate e referenziate:

- che possano assistere le imprese attraverso finanza aziendale, servizi specialistici e tailor made;
- con cui confrontarsi sugli elementi di successo e di difficoltà comuni ai casi affrontati per definire proposte di miglioramento.

la creazione di percorsi di formazione personalizzata e con un approccio multidisciplinare che approfondiscano non solo gli aspetti legati alla pianificazione finanziaria, ma anche quelli di governance, dialogo con gli investitori, rischi legali delle operazioni, ecc...; una maggior presenza nei tavoli in cui si discutono normative, soluzioni e incentivi per portare all'interno dei processi il punto di vista delle imprese. Quest'azione risulta importante per mettere realmente le imprese nelle condizioni di cogliere le diverse opportunità e di avere le risorse finanziarie e non per farlo.

Contributi e ringraziamenti

L'impostazione e i contenuti del lavoro sono stati elaborati grazie al contributo di Marcello Messori, Pierpaolo Benigno ed esaminati, discussi dal Gruppo Tecnico Credito e Finanza 2021-2025 di Assolombarda, che ringraziamo per la collaborazione e l'impegno che hanno dedicato a questo lavoro:

Presidente

Paolo Gerardini - Microsys

Componenti

Maria Antonietta Bianchi Albrici - Tai Milano

Federica Biancone - Cap Holding

Giulia Castoldi - Bcs

Mattia Ciprian - Modefinance

Riccardo Massimo Colombo - Co.Ge.Fin.

Anna Lambiase - IR Top

Alberto Marchesi - Sapio Produzione Idrogeno Ossigeno

Marco Montagna - Merkur

Pierdavide Montonati - Whatmatters società Benefit

Antonio Orofino - Touring Servizi

Umberto Piattelli - LCA Studio Legale

Andrea Siano - Argos

Mirna Villi - Guna

Per Assolombarda hanno contribuito ai lavori Alessandro Bielli, Stefania Rossi, Leonardo Carreri e Pierluigi Bertolini.

Inoltre, desideriamo riservare un ringraziamento particolare al Gruppo di Lavoro che ha svolto un ruolo fondamentale nel completamento di questo lavoro fornendoci contenuti e utili spunti di riflessione:

Luca Bramati - Azimut Direct

Marco Brusati - Whatmatters

Luigi De Lillo - Epyon

Gaetano Giannetto - Epipoli S.p.A

Roberta Laveneziana - Borsa Italiana

Marco Malini - Diplomatic

Attilio Moraro - Bper

Marco Pedretti - Evergreenbios

Federico Peretti - Allianz Bank Financial Advisors

Rita Paola Petrelli - Kolinpharma

Nicola Porcari - Bper

Edoardo Reggiani - Backtowork 24

Francesca Sattin - Backtowork 24

BOX

**Sintesi delle principali azioni
di Assolombarda per aiutare le imprese
a valutare e attuare operazioni di
apertura di capitale**

Come avvenuto per i posizionamenti su Finanza Sostenibile o Rating, Assolombarda nel 2024, utilizzerà, anche prendendo spunti dal lavoro che ha portato alla stesura di questo documento, intensificherà ulteriormente la propria azione in ambito Credito e Finanza a supporto e tutela delle imprese intorno ai principi cardine degli ultimi anni:

- stimolare la consapevolezza di cambiamento delle imprese, accompagnandole con un approccio consulenziale professionale e confidenziale;
- potenziare e sviluppare servizi costruiti con taglio imprenditoriale, continuando a prestare grande attenzione alla loro fruibilità e al rispondere alle esigenze e alle sfide dei prossimi anni;
- ripensare alle relazioni con le istituzioni e con un mondo della finanza in forte cambiamento per garantire la migliore tutela delle imprese e canali di dialogo dedicati.

Questa attività vede l'Associazione impegnata su più fronti (progettuale, servizi e formazione) tutti caratterizzati dalla ricerca di un approccio personalizzato, trovando soluzioni che valorizzino i punti di forza e la complementarità con gli attori dell'ecosistema territoriale. In questo schema, trovano spazio, in modo integrato con le altre attività, anche alcune azioni attivate dall'Associazione nel recente passato.

Servizi alle imprese

Già oggi, gli associati attraverso il Desk Consulenza Finanziaria possono ottenere assistenza:

nella stesura di business plan per simulare gli impatti di operazioni straordinarie;

nella conoscenza e nell'accesso a numerose tipologie di strumenti:

- minibond;
- cambiali finanziarie;
- equity;
- accesso ai mercati finanziari;

nell'individuazione del mix di soluzioni finanziarie più adatto ai loro progetti;

nella stima del calcolo del valore della propria impresa.

Nel 2024, amplieremo ulteriormente il perimetro della nostra assistenza e le nostre relazioni, potenziando il supporto nelle operazioni di M&A e di Capital Matching.

Bancopass: il compagno ideale a supporto dello sviluppo d'impresa

Bancopass dal 2013 ha aiutati migliaia di imprese, in particolare PMI e startup, nella pianificazione finanziaria e in un accesso più veloce a tutte le fonti di finanziamento, da quello più classiche a quelle più innovative.

Tra le funzioni che le imprese possono utilizzare, da sole o insieme all'associazione, per valutare operazioni di apertura di capitale e di M&A, possiamo elencare:

- costruire in modo guidato e flessibile diversi scenario business plan, producendo per ognuno di essi dei report oppure confrontarne più insieme per verificare quale potrebbe essere quello migliore da perseguire;
- verificare come si posiziona l'azienda rispetto al settore di appartenenza, attraverso il confronto delle principali performance che compongono uno scoring economico-finanziario;

- esaminare come si modifica nel tempo il valore economico dell'impresa, attraverso i metodi più utilizzati e in relazione ai diversi scenari di business plan creati;

Bancopass coinvolge già oltre 50 territoriali del Sistema Confindustria, in grado di amplificarne gli effetti sulle oltre 3.700 imprese che già lo utilizzano e sul resto delle associate.

Workshop, webinar e promozione sui territori

Accanto alle forme più classiche di (workshop e webinar) nel 2024 proporremo una serie di attività e sportelli su tutte le sedi di Assolombarda (Milano, Monza e Brianza, Lodi e Pavia) e sulle Zone di Milano per favorire ulteriormente la possibilità per le imprese associate di:

- incontrare gli esperti dell'Associazione, confrontarsi con loro, analizzare insieme i propri numeri, le proprie strategie, i propri progetti e stabilire piani di accompagnamento personalizzati;
- conoscere i nostri partner e ricevere anche da loro consigli, report, analisi, etc.
- confrontarsi con altre imprese che hanno già affrontato operazioni sul capitale per approfondire insieme a loro i motivi che gli hanno spinti, le aspettative, gli impatti e le accortezze da avere.

Bibliografia

- AIFI-LIUC (2021). Private Equity -Creazione di valore nel lungo termine.
- Autor, David, David Dorn, Lawrence Katz, Christina Patterson, and John Van Reenen. 2017. The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms. NBER Working Paper 23396.
- Banca d'Italia (2023). Rapporto sulla Stabilità Finanziaria.
- Bottazzi Laura, Marco Da Tin, Jan V. can Ours and Eirk Berglof. 2002. Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy* 17(4): 229-269.
- Chernenko, Sergey, Josh Lerner and Yao Zeng. 2017. Mutual Funds as Venture Capitalists: Evidence from Unicorns. NBER Working Paper 23981.
- Crouzet, Nicolas and Janice Eberly. 2019. Understanding Weak Capital Investment: The role of Market Concentration and Intangibles. NBER Working Paper 25869.
- Davydova Daria, Rudiger Fahlenbrach, Leandro Sanz and René M. Stulz. 2022. The Unicorn Puzzle. NBER Working Paper 30604.
- De Fontenay, Elisabeth. 2017. The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Private Company. *Hasting Law Journal* 68: 445-502.
- De Vincenzo, Alessio. 2021. Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischio di essere determinato dall pandemia da Covid-19. Camera dei Deputi, 18 Marzo 2021.
- Gilson, Ronald J. 2003. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Revue* 55: 1067-1103.
- Hsieh, Chang-Tai and Esteban Rossi-Hansberg. 2023. The Industrial Revolution in Services. *Journal of Political Economy*.
- Invest Europe (2021). Investing in Europe: Private Equity Activity 2021.
- Istat (2021). Rapporto sulle Imprese 2021. Struttura, Comportamenti e Performance dal Censimento Permanente.
- Koltay, Gabor, Szabolcs Lorincz e Tommaso Valletti. 2022. Concentration and Competition: Evidence from Europe and Implications for Policy. *Cesifo Working Paper No. 9640*.
- Kwon, Spencer, Yueran Ma and Kaspar Zimmermann. 2022. 100 Years of Rising Corporate Concentration.
- Nicodano, Giovanna. 2022. Capitale di Rischio In Italia: Riprendere il filo della Crescita. *Marsilio*, 150-151.
- Samila, Samsa e Olav Sorenson. 2011. Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. *Review of Economics and Statistics*, 93(1) 338-349.
- Walthoff-Borm, Xavier, Tom R. Vanacker, and Veroniek Collewaert. 2018. Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. *Corporate Governance: An International Review* 26.5: 314-330.

