

Supporto pubblico al mercato del private equity in Italia

Proposte dell'Osservatorio MP3

A cura di:
Francesca Casalini
Fabio Sattin
Veronica Vecchi
Stefano Caselli

Introduzione	3
Private equity: una classificazione	4
Private equity e intervento pubblico: modalità e strumenti	8
La via italiana al private equity: proposte per supportare lo sviluppo del mercato in Italia	10
Nuovi strumenti al confine con il private equity: private debt e impact investing	17
Conclusioni	21

Questo position paper è stato realizzato dall'Osservatorio MP3 per il Ministero dell'Economia e delle Finanze a Giugno 2017

L'Osservatorio sulle Partnership Pubblico Privato (MP3) dell'Università Bocconi è nato con l'obiettivo di generare e diffondere cultura e conoscenza sulle *partnership* tra il settore pubblico e quello privato quale leva per supportare l'attrazione di capitali per lo sviluppo di imprese e investimenti.

La necessità di supportare e stimolare nuove – e innovative – iniziative imprenditoriali, in particolare giovanili, è fortunatamente sempre più all'ordine del giorno dell'agenda economica nazionale. Peraltro, il bisogno di capitale di rischio è sempre più evidente, non solo per promuovere la nascita delle *startup*, ma anche per il sostegno della crescita delle aziende, in particolare quelle medio-piccole, anche a causa delle recenti vicissitudini del sistema bancario e della sottocapitalizzazione cronica delle nostre imprese.

Pur ammettendo che le interazioni sinergiche tra attività di *private equity* e intervento pubblico non rappresentino un concetto nuovo, è necessaria una riflessione, anche a valle degli interventi già realizzati nel contesto nazionale, su come le iniziative di *partnership* pubblico-privato aventi come oggetto questo fondamentale settore debbano essere strutturate al fine di massimizzare la loro efficacia e utilizzare al meglio le (scarse) risorse pubbliche a disposizione.

Pertanto, coerentemente con gli obiettivi di MP3, in qualità di Osservatorio scientifico, questo documento presenterà alcune raccomandazioni per supportare il mercato italiano del *private equity*, fondate su un'analisi della letteratura accademica e divulgativa sul tema e sul confronto con operatori esperti del settore.

In particolare, il documento si pone l'obiettivo di dare una visione comprensiva del mercato in Italia, per comprenderne le sue caratteristiche e peculiarità, con l'obiettivo di meglio individuare le politiche e gli strumenti più adeguati ai diversi segmenti del *private equity*, implementabili in un orizzonte temporale di breve e medio periodo.

Un punto fermo di queste politiche è la necessità di evitare fenomeni di riduzione della spesa privata (il cosiddetto *crowding out*), che possono verificarsi qualora il più alto livello di spesa pubblica sostituisca, anziché stimolare, l'investimento nel settore privato.

PRIVATE EQUITY: UNA CLASSIFICAZIONE

Nel 2016, i dati italiani¹ sul *private equity* hanno registrato un incremento del 77% rispetto all'anno precedente nell'ammontare investito, segnando il record di 8,2 miliardi di euro, a fronte, però, di una significativa contrazione nella raccolta fondi, pari a 1,3 miliardi di euro, contro i 2,5 milioni del 2015. A livello europeo², si sono registrati 74,5 miliardi di euro di raccolta fondi, il livello più alto dal 2008 e in aumento del 37% rispetto al 2015. L'ammontare di capitale investito è rimasto stabile rispetto al 2015, pari a 53,7 miliardi di euro, che rappresenta il secondo livello più alto dal 2008 (Figura 1).

Questi dati riguardano il mercato complessivo del *private equity*, riferendosi, quindi, a tutti gli investimenti di medio-lungo termine, sia di maggioranza che di minoranza, nel capitale di rischio di imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita, di tutte le dimensioni e a qualunque stadio di sviluppo.

Va sottolineato che queste statistiche sono elaborate principalmente sulla base dei dati relativi all'attività dei fondi chiusi di investimento e, dunque, possono dare una rappresentazione non completa, potenzialmente sottostimata, del mercato. Oggi, infatti, l'attività di *private equity* è sempre più difficilmente riconducibile, in modo univoco, a un certo tipo di struttura o strumento finanziario, ma è realizzata, sempre di più, anche attraverso nuovi strumenti, quali, ad esempio, le *holding company* quotate o non quotate, i *club deals*, gli investimenti diretti effettuati dagli investitori istituzionali (i fondi sovrani, in particolare) o dalle *corporation*, le *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), o i fondi aventi diversa natura rispetto a quelli chiusi (*evergreen funds*, *umbrella funds*, e altri).

Ciononostante, all'interno delle operazioni di *private equity*, si possono, identificare tre segmenti distinti, che presentano caratteristiche, trend di mercato, nonché implicazioni di *policy* – come si approfondirà nel seguito –, molto diverse: il *venture capital*, l'*expansion* (o *growth*) *capital* e i *buy-out*, effettuati spesso con il ricorso alla leva finanziaria.

Venture Capital:
investimenti in fase
“early stage”

Il primo segmento, *venture capital*, comprende tutti quegli investimenti, spesso di minoranza, realizzati in imprese in una fase embrionale di sviluppo (“*early stage*”), se non, in alcuni casi, ancora da costituire, quasi sempre a fronte di progetti innovativi ad alto potenziale di crescita. Gli operatori di questo segmento hanno un elevato grado di

specializzazione e sono altamente verticalizzati dal punto di vista settoriale. Il processo di investimento è tipicamente *multi-stage* e prevede l'apporto delle risorse finanziarie necessarie (tipicamente attraverso aumenti di capitali successivi) man mano che vengono raggiunti con successo determinati obiettivi intermedi. Nei mercati particolarmente sofisticati, la tipologia di investitori può cambiare in funzione della fase del ciclo di sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale – si pensi, ad esempio, al settore farmacologico, caratterizzato da un lunghissimo iter procedurale prima di arrivare alla commercializzazione di una nuova molecola. Una ampia articolazione dei soggetti investitori è quindi auspicabile e necessaria in questo segmento. In tal senso, è importante menzionare che un ruolo molto importante, in particolare per le iniziative ai primi stadi del ciclo di vita, è svolto dai *business angels*. Si tratta di soggetti privati, spesso con precedenti esperienze imprenditoriali o manageriali di alto livello, che investono propri capitali e, al contempo, forniscono supporto manageriale e un *network* di contatti alle iniziative in cui credono e investono.

Grazie alla sua capacità di capitalizzare le attività di ricerca e sviluppo e supportare la creazione di imprese innovative ad alto potenziale di crescita, il *venture capital* è universalmente riconosciuto come uno strumento finanziario in grado di trasformare l'innovazione in attività di impresa e quindi un fondamentale veicolo di sviluppo economico e sociale. Tuttavia, nonostante i comprovati benefici, questo segmento rappresenta soltanto una porzione residua del mercato del *private equity* nel nostro Paese, pari al 7,1% in termini di *fundraising* e al 1,3% in termini di capitali investiti nel 2016 (pari al 8,6% e al 8,2% in Europa, rispettivamente; Figura 1 e Figura 2).

Il *venture capital* è, difatti, caratterizzato da un elevato livello di rischio, tipico delle fasi iniziali del processo imprenditoriale e connaturato in attività innovative ad alto contenuto tecnologico. Per questi motivi, la propensione degli investitori privati a investire in questo segmento del mercato è limitata e, infatti, in Europa, una porzione significativa dei capitali investiti proviene da enti pubblici (Figura 3).

Expansion Capital:
investimenti per
supportare le
imprese in una fase
di ulteriore
espansione

L'*expansion* (o *growth*) *capital* include, invece, operazioni di investimento nel capitale di rischio di società, in genere di medie dimensioni, in una fase successiva di sviluppo ("*growth / expansion stage*"). Le dinamiche di investimento in questo segmento sono molto diverse dal *venture capital*, in quanto l'obiettivo è quello di supportare l'impresa verso un'ulteriore espansione – geografica, merceologica, di posizionamento di mercato –, in molti casi con la prospettiva di quotarla in borsa. Anche questo segmento è popolato da operatori con *know-how* di settore, con un focus sugli aspetti industriali, piuttosto che su quelli puramente finanziari, delle operazioni di investimento. Questo segmento rappresenta il 29,3% dei capitali raccolti e l'8,7% degli investimenti in Italia (5,2% e 18,4% in Europa, rispettivamente; Figura 1 e Figura 2).

Rispetto alla prassi internazionale, in particolare quella statunitense, dove è raro che società di *private equity* acquisiscano quote di minoranza, l'*expansion capital* in Italia si caratterizza perlopiù per essere un investimento non finalizzato all'acquisizione del controllo della società, che rimane sotto il controllo dell'azionista di maggioranza, nella

maggior parte dei casi rappresentato da un imprenditore facente parte di una famiglia o da suoi eredi. Tale diversità è connessa alla diversa struttura imprenditoriale e industriale italiana, caratterizzata da una significativa presenza di società a controllo familiare, non quotate, spesso operanti in settori maturi e di frequente esposte alle problematiche del passaggio generazionale. Molte operazioni in questo segmento realizzate in Italia hanno, infatti, visto agire in *partnership*, da un lato, l'investitore di *private equity*, e, dall'altro, l'imprenditore familiare, spesso anche alla seconda o terza generazione, che, pur mantenendo il controllo della società, ritiene utile e opportuno "aprirsi" all'aumento di capitale di *private equity*, al fine di rivisitare o ristrutturare l'azienda e la sua organizzazione e porre le basi per una nuova fase di sviluppo.

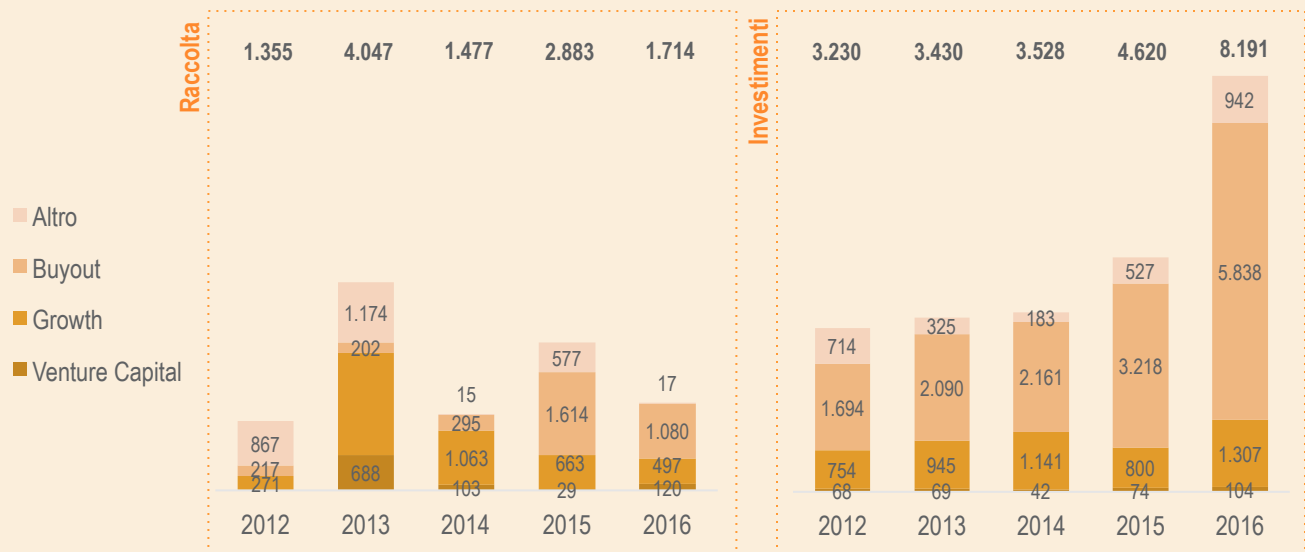
Buy-out: acquisizioni di imprese, spesso in una fase di crisi o stallo gestionale, realizzate attraverso il ricorso alla leva finanziaria

I *buy-out*, infine, sono acquisizioni, di maggioranza, di società da parte di investitori finanziari, molto spesso effettuate attraverso il ricorso a un'elevata leva finanziaria (in questo caso si parla dei cosiddetti "*Leveraged Buy-out*", *LBO*). A differenza del *venture o expansion capital*, dove vi è una prevalenza di operatori verticalizzati su settori d'investimento specifici e con *know-how* industriale, le operazioni di *buy-out* vengono perlopiù realizzate da operatori puramente finanziari, il cui unico obiettivo è quello di massimizzare il ritorno sul capitale investito.

A questo segmento è, a volte, erroneamente, sovrapposto l'intero mercato del *private equity*, di cui, invece, rappresenta solo un comparto, benché quello più rilevante in termini di capitali raccolti e investiti (rispettivamente, 63,1% e 70,5% in Italia e 75,6% e 69,5% in Europa; Figura 1 e Figura 2).

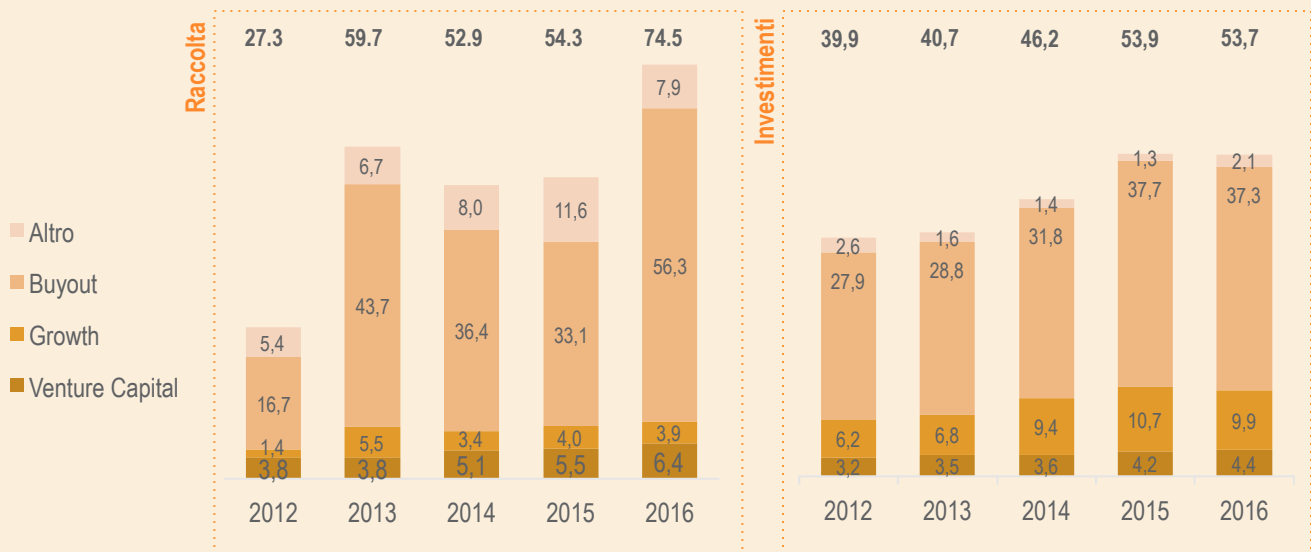
È opportuno precisare che le modalità con cui queste operazioni si sono sviluppate nel nostro Paese sono radicalmente differenti rispetto all'esperienza internazionale. Negli Stati Uniti, ad esempio, dal 1970 in poi, le operazioni di *buy-out* hanno avuto come obiettivo prevalente le società quotate, spesso con azionariato estremamente polverizzato. In questi casi, il principale, se non unico, interlocutore dell'operatore di *private equity* è il management e l'acquisto viene effettuato tramite una offerta pubblica di acquisto (OPA). Effettuata l'OPA, la società viene normalmente eliminata dal listino, quindi resa "privata", venduta a pezzi (come nel caso dei cosiddetti *break-up*), o valorizzata attraverso altre modalità, e poi spesso riportata in borsa tramite quello che viene definito "*reverse buy-out*" (*RBO*). In Italia, per la diversa struttura economica, al contrario, l'oggetto di investimento di queste operazioni è quasi sempre una società non quotata, spesso a controllo familiare, dove l'interlocutore della società di *private equity* è l'imprenditore. L'investimento avviene solitamente tramite negoziazione privata e, una volta acquisita la società, la si valorizza non con la vendita di blocchi separati ma intervenendo con riorganizzazioni, cambi nell'assetto di *governance* e nella strategia. Infine, la società viene quotata in borsa, e la quotazione rappresenta la "*way out*" (non la "*way in*", come negli Stati Uniti) dall'investimento di *private equity*, anche se la cessione privata a terzi (cosiddetta *trade sale*) rimane la via di uscita statisticamente più utilizzata.

Figura 1 – Capitali raccolti e investiti nel private equity in Italia. 2012-2016. (Meuro)



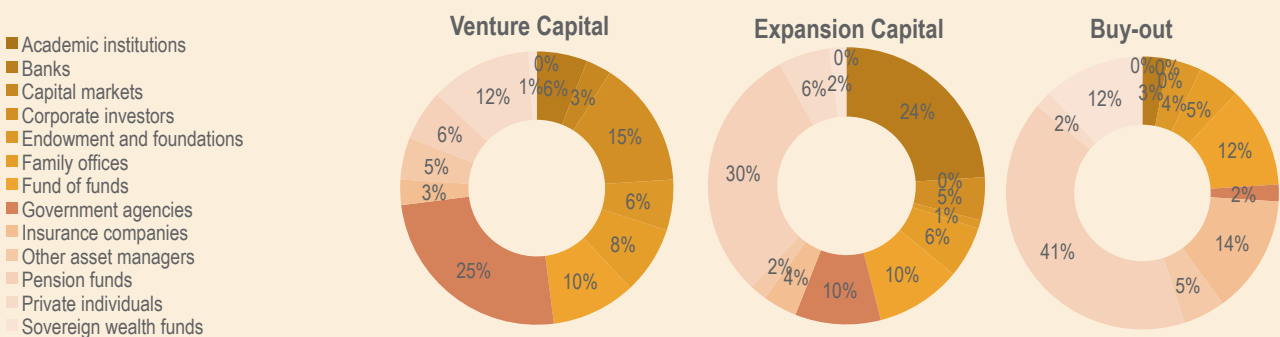
Fonte: AIFI 2016

Figura 2 – Capitali raccolti e investiti nel private equity in Europa. 2012-2016. (Meuro)



Fonte: Invest Europe 2016

Figura 3 – Capitali raccolti per tipologia di investitore in Europa. 2016.



Fonte: Invest Europe 2016

PRIVATE EQUITY E INTERVENTO PUBBLICO: MODALITÀ E STRUMENTI

Nonostante i dati presentati nella sezione precedente mostrino un *trend* in aumento per il *private equity* nel nostro Paese, il mercato italiano rimane di ridotte dimensioni, sia se confrontato con quello di altri paesi europei, in particolare con Francia e Gran Bretagna³, sia se rapportato al PIL nazionale (gli investimenti di *private equity* hanno rappresentato lo 0,35% del PIL nel 2016⁴). L'Italia, infatti, secondo le ultime classifiche sulla competitività del World Economic Forum⁵, si posiziona al 76° posto (su 138 paesi) per la facilità di accesso delle imprese al capitale di rischio sul mercato locale e, addirittura, 131° per la disponibilità di *venture capital*.

Le ragioni alla base dell'intervento pubblico nel *private equity*

La presenza di un *funding gap*, ossia l'impossibilità per imprese meritevoli di accedere, a causa di imperfezioni di mercato, al volume di finanziamenti che avrebbero invece ottenuto in un mercato efficiente, giustifica e rende necessario un intervento pubblico a supporto del *private equity*⁶. Tale *funding gap* è certamente più rilevante nel segmento dell'*expansion capital* e, ancora di più, nel *venture capital*, dove l'ammontare di capitali investiti è molto limitato rispetto al totale del mercato e significativamente sotto la media europea.

Colmare tale *gap* di capitale per le imprese – in particolare quelle di piccole e medie dimensioni e le *startup* –, promuovendo il *private equity*, consentirebbe di stimolare l'innovazione e innescare processi di rinnovamento della struttura industriale nazionale⁷, nonché di spronare, grazie alle sinergie positive con operatori di *private equity* specializzati, lo sviluppo di competenze manageriali e industriali tra gli imprenditori, contribuendo all'accrescimento del capitale sociale del Paese⁸.

Le modalità di intervento pubblico

Dal punto di vista degli strumenti con cui si può attuare il supporto pubblico, a livello internazionale si distingue solitamente tra interventi finalizzati ad aumentare la disponibilità di capitali (*supply-side policies*) e interventi per stimolare lo sviluppo imprenditoriale e l'*"investment readiness"* – la prontezza e l'apertura all'investimento – delle imprese (*demand-side policies*)⁹. In questo secondo gruppo di interventi, negli ultimi anni, sono state realizzate numerose iniziative, sia a livello nazionale sia locale, che hanno portato alla creazione di 96 incubatori e acceleratori, 43 parchi scientifici e tecnologici, 57 spazi di *co-working*, 49 *startup competition*¹⁰, nonché 7.421 *startup* innovative e 538 PMI innovative che beneficiano delle agevolazioni ed esenzioni fiscali previste dal DL 179/2012¹¹.

Nonostante le diverse iniziative realizzate a sostegno dell'offerta di capitali¹², rimane la necessità, nel nostro Paese, di concentrare maggiore attenzione a questo ambito, considerando che l'offerta di capitali, come illustrato poco sopra, rimane inferiore alla media europea. In questo caso, per supportare l'offerta, le modalità di intervento pubblico possono essere di diversa tipologia, e più specificamente:

- stanziamento di risorse per la costituzione di fondi di investimento misti (o ibridi¹³) pubblico-privato, nei quali il soggetto pubblico sia socio, investitore o aderente, a condizioni omogenee (*pari passu*) o meno vantaggiose rispetto agli altri investitori;
- garanzie prestate in favore di investitori o di fondi di investimento a copertura di eventuali perdite, o parte di esse, derivanti dagli investimenti (*down-side protection schemes*);
- meccanismi di incentivo e di distribuzione dei *capital gains* realizzati, che consentano di massimizzare i ritorni degli investitori privati, previo recupero da parte del soggetto pubblico di tutti i capitali originariamente investiti (*up-side leverage schemes*);
- incentivi fiscali a favore di fondi di investimento, o dei loro gestori, o di investitori, affinché realizzino investimenti in capitale di rischio.

L'applicazione di questi strumenti deve concentrarsi, in particolare, sul *venture capital* e sull'*expansion capital*, come illustrato nella sezione successiva, ossia su quei segmenti strategici per lo sviluppo dell'attività d'impresa e laddove si evidenzia un *funding gap* rilevante.

LA VIA ITALIANA AL PRIVATE EQUITY: PROPOSTE PER SUPPORTARE LO SVILUPPO DEL MERCATO IN ITALIA

Si propongono qui alcune raccomandazioni per supportare lo sviluppo del mercato del *private equity* in Italia, in modo specifico i due segmenti considerati strategici per il Paese. In particolare, per il *venture capital*, si ritiene essenziale promuovere la creazione di fondi e fondi di fondi a partecipazione mista, rispettando alcuni vincoli fondamentali nella progettazione. Per l'*expansion capital*, essendo un segmento naturalmente meno esposto al *gap* di capitali privati, per le caratteristiche e dimensione delle imprese *target* di investimento, si propone di adottare il medesimo approccio, volto alla creazione di strumenti finanziari misti pubblico-privato, ma solo in settori strategici in cui possono verificarsi fenomeni di *funding gap*, o per attirare investimenti in determinate aree geografiche depresse del Paese. Infine, per quanto riguarda i *buy-out*, per quanto non si ravvedano le condizioni per proporre iniziative a loro supporto, si avanzano alcune raccomandazioni di natura fiscale.

Proposte per il Venture Capital

Per quanto riguarda il *venture capital*, alla luce delle analisi effettuate dall'Osservatorio MP3¹⁴, si ritiene che il modello del programma *Yosma*, quantunque sviluppato alcuni anni fa, continui a rappresentare la modalità di intervento più efficace a supporto e stimolo delle iniziative di *venture capital*, a condizione, tuttavia, che vengano pienamente e correttamente rispettate e poste in essere alcune sue caratteristiche distintive, che si elencano di seguito.

Creare un programma, o rivedere quelli esistenti, sulla base del modello Yosma

Il modello di *Yosma*, programma sviluppato in Israele nel 1991 per stimolare gli investimenti in società altamente tecnologiche e *startup* innovative, è da anni considerato uno dei programmi governativi di maggior successo. Il modello consiste in una struttura semplice articolata in un fondo misto, costituito con risorse pubbliche e private, e gestito da un gruppo di gestori professionisti, selezionato a livello internazionale tramite gara. Il team di gestione viene retribuito con una *fee* annuale (pagata proporzionalmente da tutti gli investitori e che può avere diversi schemi, anche se tipicamente ammonta a circa il 2% del capitale impegnato). Oltre alla *management fee* annuale, la remunerazione chiave del team di gestione avviene riconoscendo una percentuale delle plusvalenze realizzate dalle attività di investimento (in genere, il 20% sul *capital gain* realizzato). Questo meccanismo genera un incentivo per la società di gestione e garantisce che le risorse, pubbliche e private, siano investite in opportunità promettenti e a condizioni di mercato.

Al fine di attrarre il coinvestimento degli investitori privati, il modello *Yosma* prevede anche uno schema di tipo “*up-side leveraged*”. Suggesto da Invest Europe come modello ottimale per strutturare i fondi misti pubblico-privato¹⁵, questo schema prevede che, nell'ambito di un fondo misto, in caso di perdite, i capitali pubblici e quelli privati vengano a sopportare, nelle stesse proporzioni, i danni economici conseguenti, senza meccanismi di recupero a favore dei soggetti privati (distribuzione simmetrica delle perdite). In caso di successo, invece, i *capital gains* realizzati, anziché essere distribuiti fra ente pubblico e soggetti privati proporzionalmente alle quote sottoscritte nel fondo, sono attribuiti in massima parte ai privati, previo recupero da parte del soggetto pubblico di tutti i capitali originariamente investiti e spesso anche di un ritorno minimo sul capitale (distribuzione asimmetrica in caso di successo). In sostanza, tale schema non protegge gli investitori privati dalle perdite e dal costo del fallimento ma agisce da moltiplicatore dei benefici finanziari derivanti dai ritorni sugli investimenti. In questo modo, si può creare un incentivo per gli investitori privati, ma solo subordinatamente al successo dell'iniziativa. Viene così assicurato un oculato e attento utilizzo delle risorse pubbliche, nonché un chiaro orientamento all'effettivo raggiungimento di un ritorno sull'investimento, quantunque, spesso in tempi più lunghi e di livello inferiore rispetto a quelli di mercato, come è usuale nei settori dove l'intervento della Stato è proprio volto a stimolare gli investimenti che prevedono un *funding gap*.

Il modello del programma *Yosma* suggerisce che, nella creazione di un programma di supporto pubblico al *venture capital*, si debbano rispettare le seguenti linee guida:

- Le risorse pubbliche devono essere investite sempre e solo insieme a risorse private, ed entrambi i soggetti, sia quello pubblico che quello privato, dovranno essere egualmente esposti alle dinamiche dell'attività di investimento. Questo allineamento di interessi e condivisione del rischio è fondamentale per assicurare un'allocazione delle risorse pubbliche efficace ed efficiente, evitando fenomeni di azzardo morale da parte dei soggetti privati. Inoltre, questo allineamento di interessi assicura che l'intervento sia condotto con sufficiente professionalità e nel pieno rispetto delle regole del mercato e della concorrenza, senza ricorrere a meccanismi di protezione in caso di perdite.
- Di converso, al fine di attrarre la partecipazione degli investitori privati (anche internazionali), i programmi pubblici devono offrire ritorni attrattivi, in linea con gli standard presenti nei mercati internazionali, e calcolati tenendo conto del profilo di rischio e rendimento dello specifico investimento. Di conseguenza, devono essere strutturati meccanismi di incentivazione adeguati, auspicabilmente improntati alla logica dell'*up-side leverage scheme*, come discusso in precedenza, che consentano, in caso di successo, il raggiungimento di ritorni in linea con le aspettative degli investitori. Questo deve avvenire, tuttavia, con la premessa che il soggetto pubblico abbia recuperato quantomeno le risorse investite e un ritorno minimo sul capitale – stabilito in anticipo a un livello relativamente basso, così da accrescere l'appetibilità per i soggetti privati. È importante sottolineare che, benché limitato, un ritorno sul capitale pubblico investito deve essere sempre riconosciuto.

Assicurare che il gestore del programma abbia competenze e autonomia decisionale

- Il soggetto pubblico deve svolgere il ruolo di “regolatore” inteso come: ideatore dell'iniziativa e selezionatore del gestore più qualificato e con più esperienza nel mercato; garante del rispetto dei termini e delle condizioni di investimento e del loro mantenimento nel tempo; supervisore dell'iniziativa e del raggiungimento dei risultati. Di contro, non deve essere il diretto gestore del fondo. Rappresentanti pubblici possono essere presenti nel *board* della società di gestione, ma solo come osservatori (e/o come membri di un organo di controllo, quando contemplato), per garantire l'indipendenza della società di gestione, e devono avere potere solo sulla selezione del *management team*.
- La gestione del fondo e le decisioni di investimento e disinvestimento devono essere delegate a professionisti adeguatamente selezionati, ovvero dotati di una notevole e comprovata esperienza, e di un *track record* rilevante in attività di investimento nel settore oggetto di intervento. Tali soggetti devono essere dotati della totale autonomia operativa e decisionale, anche al fine di garantire la indispensabile parità di trattamento degli investitori, nonché l'assenza di potenziali aree di conflitto di interesse che si potrebbero creare a vari livelli tra i soggetti investitori nel fondo e le società in portafoglio. Al fine di avere a disposizione i migliori professionisti, la loro remunerazione deve essere proporzionale ai risultati ottenuti e in linea con gli standard di mercato.
- La selezione dei soggetti gestori deve essere effettuata in modo strutturato, trasparente e meritocratico, ponendo in primo piano la valutazione della loro effettiva competenza, esperienza e *track record*. A tale proposito, essa dovrebbe essere demandata a una commissione di selezione che abbia le competenze e le doti personali necessarie, unitamente a una sufficiente autonomia e capacità decisionale, per valutare e decidere quale soggetto, a livello internazionale, possa essere considerato il miglior partner privato per quella specifica iniziativa.
- L'intervento pubblico deve essere pensato e interpretato “a termine”, e comunque volto a far sì che prima o poi sia il mercato a sostituirsi naturalmente all'operatore pubblico, qualora il *funding gap* presente nello specifico settore e segmento di intervento sia venuto meno. In tal senso, devono essere ideati meccanismi che consentano la graduale uscita del soggetto pubblico dalle singole iniziative e che agevolino l'ingresso di soggetti privati in sua sostituzione. È quindi indispensabile che tali iniziative siano ideate e condotte nell'assoluto rispetto delle regole del mercato e della concorrenza in quanto è al mercato che prima o poi dovranno tornare. Garantendo continuità alle iniziative avviate con il supporto pubblico, i connessi benefici economici e sociali possono perdurare anche dopo la fine dell'intervento pubblico.
- Per ogni iniziativa devono essere chiaramente definiti gli obiettivi da raggiungere (sia in termini di ritorno atteso dagli investimenti che in generale di politica economica), le tempistiche entro cui tali ritorni dovrebbero essere realizzati, nonché le modalità di uscita del fondo dall'investimento. Trattandosi normalmente di fondi di tipo chiuso, e

quindi per definizione a scadenza, è necessario che questi aspetti vengano concordati sin dal primo momento. È, infatti, fondamentale che il gestore selezionato conosca e soprattutto condivida gli obiettivi del fondo (anche in termini di ritorni attesi), le sue tempistiche e le modalità di disinvestimento. Se così non fosse, si correrebbe il rischio di trovarsi pericolosamente disallineati rispetto alle scelte di investimento e alle società in portafoglio.

- Devono, infine, essere definiti e attivati adeguati meccanismi di monitoraggio e controllo, nonché di comunicazione verso l'esterno, dell'attività svolta dai soggetti gestori, in modo che sia possibile misurare e valutare il loro operato e il raggiungimento degli obiettivi, anche di natura sociale, oltre che economica, prefissati. Queste informazioni dovranno essere verificate e divulgate in modo chiaro, facilmente accessibile e strutturato, se necessario anche tramite organismi esterni indipendenti appositamente costituiti, come opportuno per qualsiasi iniziativa che contempli l'impiego di risorse pubbliche, e anche al fine di sottolinearne la valenza sociale e l'interesse economico generale.

Questo modello può essere efficace a condizione che le caratteristiche sopra riportate vengano rispettate tutte. In particolare, uno degli aspetti fondamentali è rappresentato dalle competenze e dall'autonomia decisionale del management. Sarebbe, infatti, preferibile che, una volta conferito il mandato di investimento a un management team competente ed esperto, rappresentanti pubblici non sedessero nel Consiglio di Amministrazione del fondo, al fine di non interferire nelle scelte di investimento e disinvestimento, ma limitando il loro intervento ad alcuni casi specifici ed eccezionali previsti nel regolamento (ad esempio, nel caso di un cambio sostanziale del management o della strategia di investimento).

Per le iniziative ai primi stadi del ciclo di vita, promuovere programmi di seed grant per la ricerca e un network attivo di business angels

Va, comunque, sottolineato che, nonostante il modello *Yosma* si presti a poter essere applicato a diversi settori, esso non può essere considerato idoneo per promuovere la ricerca di base, che, al contrario, deve essere supportata attraverso strumenti finanziati interamente da enti pubblici¹⁶. Nel caso dei *seed grant* per finanziare la ricerca di base, l'attenzione deve essere posta sui meccanismi di selezione e di monitoraggio dei progetti.

Si ricorda che, sempre per finanziare iniziative ai primi stadi del ciclo di vita, è importante sostenere la creazione di un *network* attivo di *business angels*, anche attraverso interventi volti ad agevolarne l'investimento o comunque a massimizzarne l'efficacia.

In tal senso, per esempio, Il Fondo Europeo per gli Investimenti ha avviato l'iniziativa *EAF – European Angels Fund*–, che fornisce *equity*, sotto forma di coinvestimento, a *business angels* e altri investitori non istituzionali per investire in imprese innovative. Il meccanismo di funzionamento del fondo prevede un accordo iniziale di coinvestimento ("*co-investment framework agreement*", *CFA*), che, una volta firmato, lascia al *business angel* autonomia nelle decisioni di investimento e disinvestimento, senza ingerenze da

Parte dell'EAF. Se da un lato questa struttura consente all'investitore di agire liberamente, dall'altro richiede un'accurata selezione degli investitori accreditati, i quali devono soddisfare determinati standard, tra cui elevata esperienza in un'area specifica di investimento, *track record* e prova di solidità finanziaria. Un investitore che soddisfa questi criteri e si accredita all'EAF può ricevere coinvestimenti fino a un massimo di 5 milioni di euro nell'arco di cinque anni (dieci anni per gli investimenti di *follow-up*). Il coinvestimento dell'EAF avviene alle stesse condizioni di quelle dell'investitore (*pari passu*), senza pagare una *management fee*, ma condividendo, proporzionalmente, i costi legati all'investimento.

Questo programma, con una dotazione di circa 320 milioni di euro, di cui circa 150 milioni di euro già stanziati a più di 50 *business angels*, con un portafoglio di più di 200 imprese, è, ad oggi, operativo in Germania, Spagna, Austria, Paesi Bassi, Irlanda e Danimarca.

Questo programma potrebbe essere esteso, o replicato, anche nel nostro Paese. In questo senso, l'aspetto più critico risiederebbe nella selezione e accreditamento dei *business angels*, che dovrebbe essere realizzato da un *Board*, nominato dal MEF, composto da esperti di settore e rappresentanti accademici, nonché rappresentanti del MEF stesso.

Creare una
piattaforma
nazionale per il
matching tra startup
e investitori

Infine, per facilitare l'incontro tra domanda e offerta di capitali, mettendo a sistema le iniziative già avviate a livello locale, si suggerisce la creazione di una piattaforma nazionale per il *matching* di *startup* e investitori. La piattaforma, sponsorizzata dal MEF e con un team composto almeno da un paio di persone dedicate, dovrebbe selezionare promettenti progetti di *startup* per supportarli attivamente nella ricerca degli investitori, sia nazionali che internazionali, dando loro visibilità attraverso una vetrina *online* consultabile da *venture capitalist*, *business angels* e investitori di *private equity*. Tale iniziativa, svolta con continuità nel corso dell'anno e coordinata tramite un sito web che funzioni da portale di riferimento, potrebbe culminare in uno *Startup Day*, ossia un evento di grande portata, organizzato in tre momenti principali: convegno su imprenditorialità, innovazione e startup; premio alle startup di maggior successo; incontro tra *startup* e investitori. Questo progetto potrebbe essere implementato in un orizzonte di breve periodo, realizzando un primo pilota (anche facendo leva su quanto l'Università Bocconi sta già facendo in questo ambito¹⁷) e, successivamente, scalando l'iniziativa all'interno del MEF o di una struttura preposta, con un team dedicato di un paio di giovani risorse.

Proposte per
l'expansion capital

Per quanto riguarda l'*expansion capital*, questo segmento è sicuramente più maturo e autonomo del precedente e vede la presenza, come scritto, di un maggior numero di operatori privati. Il focus di investimento, come spiegato in precedenza, si concentra su imprese target che sono di medie dimensioni e che, tipicamente, operano in settori maturi, e dunque, il livello di rischio e di asimmetria informativa è significativamente inferiore rispetto al *venture capital*. Tuttavia, si evidenzia la presenza di un *funding gap* se si prendono in considerazione settori strategici o aree geografiche depresse del

Paese.

Creare un gruppo di lavoro che identifichi settori strategici o aree depresse del paese da supportare

Il primo passo, quindi, è quello di identificare i settori strategici con *funding gap* e quali le zone depresse, rispetto a cui uno stimolo avrebbe effetti certamente positivi. Questa analisi andrebbe condotta attraverso dei focus di settore e costituendo una commissione apposita volta a valutare la presenza di *financial gap*. Per ogni settore o area identificata, sarebbe, quindi, necessario selezionare lo strumento più adatto alla specifica situazione da affrontare, anche se iniziative regionali o con focus geografico molto circoscritto possono essere critiche. È fondamentale che l'intervento sia temporaneo, seguendo le linee guida già tracciate dal modello *Yosma* per il *venture capital*.

Un settore dove si suggerisce di effettuare un focus specifico e che quindi potrebbe rappresentare la prima area pilota, è quello turistico/alberghiero, considerata la sua grande importanza strategica per l'Italia, sia in termini di impatto economico sul PIL, sia di potenziale generazione di posti di lavoro, in particolare giovanile.

Proposte per i buy-out

Per quanto riguarda i *leverage buy-out*, non si rivela la presenza di un *funding gap* o imperfezioni di mercato e non si ravvedono quindi gli estremi per policy dedicate. Questo tipo di operazioni, peraltro, non godono di un ampio consenso politico e sociale, in considerazione dell'utilizzo di una elevata leva finanziaria e dell'obiettivo della massimizzazione del profitto. È, tuttavia, utile sottolineare che l'utilizzo della leva finanziaria non sia sbagliato di per sé, ma anzi, in molti casi, consente di realizzare cambiamenti gestionali estremamente benefici, che non sarebbero possibili senza il ricorso al debito (come tipicamente avviene nelle operazioni di *management leveraged buy-out*).

Sebbene, come scritto, non vi sia la necessità di un'azione di stimolo e supporto a tale specifica categoria di investimento, esiste un *gap* che riguarda il livello di chiarezza normativa e che si ritiene debba essere affrontato e risolto: infatti, alcune tematiche rendono incerte le operazioni per gli investitori internazionali come conseguenza di una normativa fiscale disallineata con gli standard europei.

Approvare il DL 50/2017 sul trattamento fiscale del *carried interest*

Più nello specifico, da un lato, si raccomanda l'approvazione del decreto legislativo n. 50 del 24 aprile 2017, più comunemente noto come "Manovra correttiva dei conti pubblici", che prevede l'aggiornamento del trattamento fiscale del *carried interest*, tassandolo, in linea con le normative di molti altri Paesi occidentali, con un'aliquota del 26% e non più come reddito da lavoro, a cui si applica l'aliquota marginale del 43% (in genere si tratta di redditi piuttosto elevati, su cui viene quindi applicata l'aliquota più elevata). Dall'altro lato, ci si auspica di non limitare le disposizioni di questo articolo solo ai fondi chiusi ma di estenderle anche ad altre strutture di investimento, attraverso le quali si realizza oggi, come menzionato precedentemente, parte dell'attività di *private equity*¹⁸.

Fare chiarezza sulla deducibilità degli oneri finanziari

Inoltre, sempre in materia fiscale, si richiede chiarezza in merito alla deducibilità degli interessi passivi, specificando e precisando il concetto di inerenza, in quanto oggi è difficile distinguere tra le operazioni di *leverage buy-out* e le società naturalmente

Valutare
l'applicazione di
meccanismi di
incentivazione e
partecipazione del
management (es.
ESOP)

indebitate.

Infine, in quest'ambito, un tema oggetto di possibile approfondimento è rappresentato dai *management buy-out* e dai meccanismi di incentivazione e partecipazione del management, al fine di risolvere, favorendo la meritocrazia e la professionalità, il problema della successione e pianificazione del ricambio generazionale nelle aziende familiari, che si confrontano, quotidianamente, con la questione della sopravvivenza alla seconda o addirittura alla terza generazione. In questo senso, uno strumento potrebbe essere rappresentato dagli ESOP (*"employee stock ownership plan"*), implementati negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, che consentono di trasferire ai dipendenti azioni della società in cui lavorano, con benefici fiscali sia per il dipendente, che per l'impresa, che per l'azionista che cede le proprie quote. Benché questo possa rappresentare uno strumento per affrontare le sfide imprenditoriali del futuro, è importante valutarne le conseguenze sia in termini economici che di opinione pubblica.

NUOVI STRUMENTI AL CONFINE CON IL PRIVATE EQUITY: PRIVATE DEBT E IMPACT INVESTING

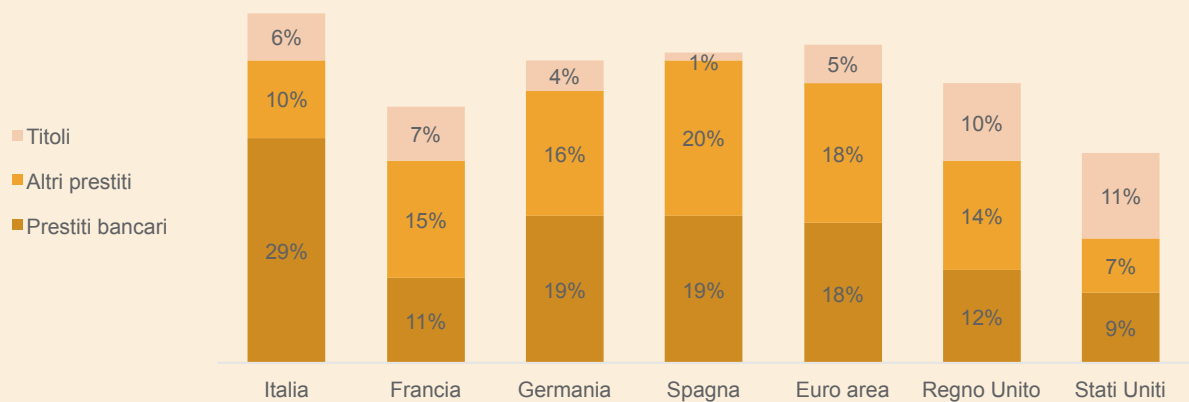
Il private debt come alternativa all'expansion capital per supportare la crescita delle imprese

In tema di strumenti innovativi a supporto dello sviluppo della piccola e media impresa e di necessità di creare un canale sempre più diretto tra mercato e imprese, eliminando, almeno in parte, la mediazione del settore bancario, già troppo esposto e in situazione di evidente difficoltà, un peso sempre più importante lo stanno acquisendo gli strumenti di debito privato, il cosiddetto *private debt*, più noto nel nostro Paese sotto il nome di “mini-bond”.

I debiti delle imprese in Italia sono prevalentemente finanziati dal settore bancario, al contrario, ad esempio, degli Stati Uniti, dove rappresentano una porzione residua del totale dei debiti *corporate* (Figura 4). L'attuale scenario normativo riguardante gli istituti di credito, associato ad una situazione di instabilità del mercato di capitali, ha fatto emergere un forte squilibrio tra domanda ed offerta di credito per operazioni di finanza straordinaria, con il rischio di creare un freno alla crescita delle imprese.

I fondi di *private debt* offrono strumenti di debito flessibili e adattabili in relazione alle esigenze delle singole imprese, consentendo loro di diversificare le proprie fonti di approvvigionamento di capitali con una struttura più bilanciata tra capitale di rischio e capitale di debito.

Figura 4 – Leva finanziaria e composizione dei debiti finanziari delle imprese. Confronto internazionale.



Fonte: Banca d'Italia. Bollettino statistico 2015.

In tale contesto, un supporto fondamentale verrà, come già accaduto in altri paesi, dagli operatori di *private equity*.

Nell'ambito degli intermediari finanziari non bancari, difatti, gli operatori di *private equity* sono coloro che più hanno sviluppato, da sempre, una cultura fondamentale di analisi aziendale. Entrando nella vita e nella specificità delle realtà imprenditoriali, effettuano accurate valutazioni e *due diligence* e sviluppano con le aziende dettagliati *business plan* e progetti di sviluppo da supportare nella loro realizzazione. È quindi evidente che si tratta di soggetti particolarmente adatti a sviluppare, in parallelo alla loro attività tradizionale, anche strumenti di credito basati non sulle garanzie "reali" ma sulla bontà dei piani di sviluppo aziendali e sulle prospettive future e, se del caso, con meccanismi di remunerazione in parte legati al raggiungimento degli obiettivi aziendali concordati, come nel caso degli strumenti di debito cosiddetti "ibridi". Questi operatori, inoltre, sono da sempre abituati ad affiancare l'imprenditore nelle sue scelte e nella definizione delle strategie di sviluppo e possono quindi portare effettivamente un valore aggiunto concreto e tangibile: non solo denaro ma anche idee, stimoli, supporto alla realizzazione dei progetti e al processo di internazionalizzazione o di aggregazione con altre imprese.

Il *private debt* può, infatti, rappresentare una valida alternativa all'*expansion capital*, per la sua natura meno invasiva. Infatti, se con la normale attività di investimento in capitale di rischio, il pericolo di non poter uscire dall'investimento è molto alto, attraverso strumenti di debito ibridi, l'operatore finanziario può entrare nella struttura del capitale non con *equity* ma con un prestito, a condizioni che una banca non potrebbe mai sostenere. L'operatore, al tempo stesso, sottoscrive un contratto a termine (*warrant*) che gli conferisce la facoltà di sottoscrivere l'acquisto, alla scadenza stabilita del prestito, partecipazioni azionarie nella società. Agendo in tal modo, qualora l'investimento ottenga buoni risultati, l'operatore ottiene un rendimento sia in conto interessi sia legato all'apprezzamento del *warrant*.

Dall'altro lato, anche per l'imprenditore, questa modalità di finanziamento attraverso *private debt* riserva dei vantaggi, in quanto l'operatore finanziario non entra direttamente nella struttura azionaria e l'unico sforzo da compiere è quello di corrispondere gli interessi.

Questo strumento risulta, in definitiva, più conveniente e meno intrusivo dell'*expansion capital* e, infatti, i dati dimostrano la sua rapida espansione in Italia: la raccolta *private debt* è aumentata del +65% (632 milioni di euro nel 2016 contro i 383 milioni nel 2015)¹⁹.

I fondi pensione
come investitori
"ideali" per il *private
debt*

Alla luce di ciò, si suggerisce di capitalizzare sull'esperienza già avviata dal Fondo Italiano di Investimento con il fondo di fondi di *private debt* per incentivare gli operatori di *private equity* a estendere il perimetro delle loro attività di investimento a questo segmento. Questo prodotto potrebbe essere particolarmente adatto all'attrazione dei capitali degli investitori istituzionali, come per esempio i fondi pensione, il cui profilo di rischio e rendimento è certamente allineato a quello del *private debt*. Ciò consentirebbe,

peraltro, di reindirizzare una quota dei loro *asset under management* entro i confini nazionali – oggi solo il 35% delle risorse viene investito in prodotti finanziari italiani, una percentuale che scende al 10% se il focus di analisi sono gli investimenti alternativi²⁰ –, con ricadute positive sul sistema economico italiano.

Un ulteriore strumento al confine con il *private equity* è l'*impact investing*, ossia una strategia di *asset allocation* con la quale i capitali sono investiti con l'esplicita intenzione di finanziare progetti in grado di generare un duplice valore: la creazione di un impatto positivo per la società, addizionale rispetto a qualunque altra attività d'impresa, unitamente a ritorni finanziari per gli investitori. Questo approccio di investimento prevede di finanziare progetti imprenditoriali in grado di generare un impatto positivo non solo in termini di crescita del PIL e dell'occupazione, ma, soprattutto di innovazione sociale, attraverso la creazione di nuovi modelli di *business* in grado di rispondere a una domanda sociale non soddisfatta, o a farlo in modo più efficace di quella esistente. Nei settori a rilevanza sociale, quali educazione, sanità, mobilità urbana, servizi alla persona, i servizi pubblici finanziati a fiscalità generale e gestiti in modo tradizionale dal pubblico non sono più in grado di soddisfare le esigenze diversificate e complesse delle comunità locali. L'*impact investing*, proprio come il *venture capital*, finanziando e sostenendo lo sviluppo di nuove imprese di tipo "*societal impact*" (ovvero in grado di generare un valore aggiunto per la società), può essere una risposta per favorire lo sviluppo di una offerta di servizi di interesse pubblico innovativi e convenienti, anche per le fasce intermedie della società, a differenza dei servizi privati di tipo tradizionale.

Proprio come il *venture capital* finanzia imprese giovani e ad alto potenziale di crescita, agendo come catalizzatore di sviluppo e innovazione, l'*impact investing* può essere considerato come una "rifocalizzazione sociale" di questo strumento, supportando lo *scale-up* di imprese innovative a impatto sociale.

E, difatti, le esperienze internazionali suggeriscono che l'*impact investing* adotti un approccio di investimento molto simile a quello del *venture capital*, con il 63% del capitale investito a livello globale impiegato in fondi di investimento a favore di imprese in fase di avvio o di sviluppo, attraverso meccanismi di *private equity*²¹. Tale parallelismo appare ancora più evidente se si nota che gran parte dei gestori di fondi di *impact investing* hanno un precedente *background* nel *private equity*. Tra questi, ad esempio, l'inglese Bridges Ventures, il più grande fondo di *impact investing* al mondo, con più di 500 milioni di sterline di fondi in gestione, è stato fondato da Sir Ronald Cohen, il "padre" del *venture capital* inglese. Anche in Italia, Oltre Venture opera con il modello del fondo di *venture capital* ed è stato fondato da Luciano Balbo, uno dei principali esponenti del *private equity* italiano sin dagli anni '80.

Nonostante l'attenzione crescente, a livello internazionale e anche nazionale, verso questo modello di investimento, il mercato dell'*impact investing* in Italia, pur caratterizzato da alcune esperienze interessanti e, per certi versi, pionieristiche, è ancora in una fase poco più che embrionale. Emerge, quindi, la necessità di supportare, attraverso iniziative pubblico-private, questo segmento di mercato, laddove

Occorre supportare lo sviluppo di questo approccio di investimento, non solo dal lato dell'offerta ma soprattutto della domanda di capitali, anche attraverso la creazione di incubatori

il *funding gap* è ancora più rilevante che nel caso del *venture capital*, data la totale mancanza di un ecosistema e di infrastrutture finanziarie dedicate.

In tal senso, un'esperienza interessante avviata dal Fondo Europeo per gli Investimenti è il *SIA – Social Impact Accelerator*, che ha raggiunto il *closing* a luglio del 2015, con una dotazione di 243 milioni di euro, combinando risorse del Gruppo BEI e di investitori esterni, tra cui Credit Cooperatif, Deutsche Bank, il gruppo finlandese SITRA e la Banca di Sviluppo della Bulgaria (BDB). SIA si configura come fondo di fondi, che fornisce capitali in forma di *equity* a fondi di *impact investing*, che investono in imprese sociali “economicamente e commercialmente sostenibili” a livello europeo. Oltre agli obiettivi di ritorno finanziario, i fondi di *impact investing* sostenuti nell'ambito del SIA sono tenuti a perseguire espliciti obiettivi di impatto sociale a livello delle loro società in portafoglio. Tuttavia, il *rendimento* target richiesto è del 3-5%, il che esclude, necessariamente, la possibilità di realizzare investimenti in imprese non profit di tipo tradizionale.

Il SIA ha investito anche in Italia, nel secondo fondo di Oltre Venture, ma vi è la necessità di mettere a disposizione ulteriori capitali per creare un'infrastruttura di mercato nazionale. Nel caso dell'*impact investing*, molti sforzi devono ancora concentrarsi sullo stimolo del *deal flow*, finanziando incubatori d'impresa dedicati al tema e promuovendo altre iniziative sul lato della domanda di capitali.

CONCLUSIONI

Se, da un lato, il supporto pubblico al *private equity* rappresenta uno strumento fondamentale per promuovere l'imprenditorialità e lo sviluppo economico e sociale nel nostro Paese, dall'altro, emerge, oggi, la necessità di realizzare interventi mirati, capitalizzando sulle esperienze già avviate a livello nazionale e internazionale. Difatti, nonostante approcci di tipo "*me too*" non funzionino, l'Italia non può permettersi di implementare strumenti che non siano allineati, sia in termini di struttura che di ritorni, a quelli sorti nel contesto internazionale.

Infine, è necessario sottolineare che tali strumenti debbano essere implementati soltanto laddove si ravveda un *funding gap* da colmare. Senza dimostrazione dell'effettiva presenza di un *gap* non vi sono gli estremi per suggerire alcun intervento, in quanto potrebbe causare fenomeni di spiazzamento degli operatori di mercato, alterandone la dinamica competitiva e lo sviluppo di lungo termine. In ogni caso, come discusso in precedenza, tali interventi devono essere temporanei e strutturati con meccanismi di incentivazione e non di protezione degli investitori privati.

Le proposte dell'Osservatorio MP3

Segmento	Interventi di breve periodo (1 anno)	Interventi di medio periodo (3 anni)
Venture capital	➤ Creazione di un programma a supporto della creazione di un <i>network</i> di <i>business angels</i> nazionale, sull'esempio di EAF ➤ Analisi dell'attività del Fondo Italiano di Investimento ➤ Lancio di una progetto pilota per favorire il <i>matching</i> domanda e offerta di capitali per le <i>startup</i>	➤ Ristrutturazione del Fondo Italiano di Investimento sulla base del modello Yosma
Expansion Capital	➤ Creazione di un gruppo di lavoro per identificare i settori o le aree in cui è presente un <i>funding gap</i>	➤ Creazione di un'iniziativa a supporto del settore o area identificata (es. turismo), sul modello del fondo di fondi misto pubblico-privato
Buy-out	➤ Approvazione ed estensione del DL 50/2017 sul trattamento fiscale del <i>carried interest</i> ➤ Chiarezza in merito alla deducibilità degli interessi passivi	➤ Eventuale applicazione di meccanismi di incentivazione e partecipazione del management (es. ESOP) per favorire il ricambio generazione nelle imprese familiari alla seconda o terza generazione
Private debt	➤ Attrazione di operatori di <i>private equity</i>, anche attraverso lo strumento già realizzato nell'ambito del Fondo Italiano	➤ Attrazione di investitori istituzionali, in particolare i fondi pensione, il cui profilo di investimento appare particolarmente allineato a questo comparto
Impact investing	➤ Supporto agli incubatori esistenti per creare programmi di incubazione dedicati a imprese innovative a impatto sociale (<i>societal impact enterprises</i>)	➤ Creazione di un fondo misto pubblico-privato dedicato all'<i>impact investing</i>, anche in seno al Fondo Italiano di Investimento

1. Il mercato Italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. Statistiche AIFI 2016.
2. European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments. Statistiche Invest Europe 2016.
3. I capitali investiti nel 2016 ammontavano a 12,4 miliardi di euro in Francia e 16,9 miliardi di euro in Gran Bretagna (dati da AFIC France e BVCA UK).
4. Statistiche Invest Europe 2016, op. cit.
5. The Global Competitiveness Report 2016-2017. World Economic Forum, 2016.
6. L'intervento pubblico nel mercato del private equity è necessario solo laddove esista un fallimento di mercato. Martin, S., & Scott, J. T. (2000). The nature of innovation market failure and the design of public support for private innovation. *Research Policy*, 29(4), 437–447. Hyttinen, A., & Väänänen, L. (2006). Where do financial constraints originate from? An empirical analysis of adverse selection and moral hazard in capital markets. *Small Business Economics*, 27(4–5), 323–348.
7. In letteratura tale effetto è noto come “spillover hypothesis” e rappresenta una delle ragioni, insieme alla presenza di fallimenti di mercato, che giustificano l'intervento pubblico nel mercato del private equity. Cressy, R. (2002). Introduction: funding gaps. *The Economic Journal*, 112(477), F1–F16. Crevoisier, O. (1997). Financing regional endogenous development: The role of proximity capital in the age of globalization. *European Planning Studies*, 5(3), 407–415.
8. Popov, A., & Roosenboom, P. (2009). Does Private Equity Investment Spur Innovation?: Evidence from Europe (No. 1063). European Central Bank.
9. Dimov, D., & Murray, G. (2001). Literature survey of venture capital support schemes in Europe. IFISE Project Paper.
10. Dati da VentureUp: <http://www.ventureup.it>.
11. Dati aggiornati a Maggio 2017 da: <http://startup.registroimprese.it/index.html>.
12. Caselli S., Sattin F. (2011). Private Equity e Intervento Pubblico. Egea, Milano.
13. Jääskeläinen, M., Maula, M., & Murray, G. (2007). Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research Policy*, 36(7), 913–929.
14. Public Support to the Venture Capital Market: International Experiences, Results and the Way Forward. MP3 Annual Conference, 2015.
<http://www.carefin.unibocconi.eu/action.php/download.php?file=TUFURVJJQUxjX01QMy9FeGVjdXRpdmVfc3VtbWFyeV9QdWJsaWNfc3VwcG9ydF90b190aGVfVmVudHVyZV9DYXBpdGFsX21hcmtldC5wZGY%3B%3B&slD=89637d5c971c1b4eac1b8e53579bad85>.
15. Invest Europe, 2014. Accelerating Innovation & Delivering Growth: Using the Jobs, Growth and Investment Package to Attract Private Sector Investors to the European Venture Capital Industry. https://www.investeurope.eu/media/340371/141109_EVCA_FOF_scheme.pdf.
16. Un modello di successo può essere considerato il programma SBIR della Small Business Administration negli Stati Uniti <https://www.sbir.gov/>.
17. L'Università Bocconi, dal 2015, realizza l'iniziativa Bocconi #Startupday, finalizzata a promuovere l'imprenditorialità giovanile, realizzata con la collaborazione di Speed Mi UP. <http://www.startupday.unibocconi.it/Home>.
18. Il testo del decreto legislativo n.50 del 24 aprile 2017 prevede che, per sfruttare l'agevolazione, si debbano rispettare tre prerequisiti: 1) L'investimento deve rappresentare almeno l'1% dell'investimento complessivo effettuato dal fondo; 2) I proventi così tassati maturano solamente dopo che tutti i soci o i sottoscrittori del fondo hanno percepito un ammontare

pari al capitale investito e a un rendimento minimo previsto nello statuto; 3) I soggetti in questione hanno mantenuto l'investimento in portafoglio per almeno cinque anni.

19. Statistiche AIFI 2016, op. cit.
20. Relazione per l'Anno 2015, COVIP.
21. The GIIN, & J.P. Morgan. 2015. Eyes on the horizon: The impact investor survey