



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**“ANALISI DEL MERCATO VENTURE CAPITAL NEL
REGNO UNITO”**

RELATORE:

CHIAR.MA PROF.SSA FIORENZA BELUSSI

LAUREANDO: TULLIO ZANCHETTA

MATRICOLA N. 1113161

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

INDICE

Introduzione.....	3
CAP 1 – Uno sguardo d’insieme sul venture capital.....	5
1.1 Il concetto e la sua rilevanza.....	5
1.2 Le origini britanniche del mercato dei capitali	8
1.3 Le modalità di investimento e finanziamento.....	9
1.4 Comparazione tra il contesto italiano ed inglese.....	12
CAP 2 – Il modello inglese giuridico ed organizzativo per gli investitori.....	16
2.1 La regolamentazione in generale.....	16
2.2 I benefici fiscali per gli investitori.....	17
2.3 I fondi venture capital.....	19
2.4 I venture capital trust.....	21
CAP 3 – Le dinamiche del mercato venture capital in Gran Bretagna.....	23
2.1 BVCA e il suo ruolo per l’industria.....	23
2.2 Lo stato attuale del mercato.....	24
2.3 Gli investitori più importanti del Regno Unito.....	27
2.4 Posizionamento nel mercato europeo.....	30
CAP 4 – Scenario del venture capital inglese post-Brexit.....	35
4.1 L’impatto economico della Brexit sull’industria	35
4.2 Gli effetti sugli investimenti diretti esteri.....	37
4.3 Conseguenze specifiche sul mercato.....	38
4.4 La relazione economica con il Fondo Europeo per gli Investimenti.....	39
Conclusioni.....	41
Bibliografia.....	45
Sitografia.....	46

Introduzione

Questo elaborato si propone di esaminare dettagliatamente la situazione odierna concernente il venture capital nel Regno Unito, nazione che al momento detiene una posizione dominante nel mercato degli investimenti di imprese innovative emergenti in Europa.

L'approfondimento analizza nel primo capitolo il concetto di venture capital e le relative origini di natura britannica. Successivamente, passando ad aspetti più operativi, sono discusse le fasi di finanziamento portate avanti dalle varie tipologie di investitori, le quali assumono differente forma e sostanza a seconda dello stadio di sviluppo dell'ente imprenditoriale target di investimento. Dunque, complessivamente, si chiarisce che cosa rappresenti l'ecosistema dell'innovazione di un paese.

Dopo aver chiarito, da un punto di vista teorico, com'è caratterizzato questo sotto segmento dell'industria private equity, si procede ad investigare sono le differenze che distinguono il mercato venture capital italiano da quello inglese, con particolare focus sui modelli di innovazione che contraddistinguono le economie dei due paesi in esame.

Dall'analisi è emerso che l'Italia risulta essere di gran lunga indietro rispetto al Regno Unito per quanto riguarda il venture capital (Piol, 2017), sotto diversi aspetti. Prima di tutto, in termini di investimenti effettuati da *venture capitalist* ed *angel investor* nel 2017, in Italia si è raggiunto un volume totale di circa 208 milioni di euro (Marconi, 2018), mentre nel Regno Unito sono stati investiti ben 4 miliardi di euro (Stanfill, 2018). L'attivismo e l'interesse da parte degli investitori verso start-up ed imprese innovative, in fase d'avvio e sviluppo, è nettamente superiore in terra anglosassone, per diversi motivi.

Il secondo capitolo è strutturato in maniera tale da comprendere queste motivazioni, che evidentemente rappresentano un vantaggio economico per la Gran Bretagna nell'industria venture capital. Il Regno Unito è un modello di mercato dei capitali finanziari da seguire e al quale il mercato venture capital italiano deve cercare di allinearsi.

L'approfondimento si sviluppa cercando di cogliere quali sono le differenze nella sfera imprenditoriale ed istituzionale tra il nostro Paese e l'isola britannica. La Gran Bretagna non ha eguali in Europa in termini di volume e numero di transazioni ed efficacia nello svolgimento dei processi economico-giuridici, che conducono un investitore a sostenere attività promettenti. Innanzitutto, verrà fornita una spiegazione di quella che è la regolamentazione britannica per gli investitori di capitale, andando a cogliere quali benefici fiscali il governo inglese concede ai *venture capitalist* e, quali sono i relativi schemi di agevolazione messi a disposizione, a seconda della tipologia di investimento.

Inoltre, sarà spiegato il funzionamento a livello organizzativo e gestionale dei principali veicoli di investimento che investono nel mercato venture capital, cioè i fondi di investimento ed i venture capital trust, che consentono una gestione efficace dei portfolio di imprese.

Il terzo capitolo si presta a discutere lo scenario attuale del mercato inglese del venture capital, comprendendo com'è strutturato il tessuto economico che guida il mercato venture capital della Gran Bretagna.

Inizialmente, verrà trattato il ruolo e l'importanza per l'industria venture capital inglese di BVCA (British Private Equity & Venture Capital Association), quale rappresentante dell'industria private equity e venture capital del Regno e punto di riferimento dei vari stakeholders. In seguito, sono presi in considerazione gli investitori più importanti che operano nel mercato, coloro che rappresentano le fonti di capitale più rilevanti e quali sono le imprese di successo che utilizzano questi finanziamenti. Tra i vari player di mercato, verranno particolarmente considerati i c.d. unicorni, ovvero quelle società supportate da venture capital, il cui valore attuale di mercato è maggiore o uguale al miliardo di euro.

A concludere il capitolo è una panoramica generale sul posizionamento nel mercato da parte del Regno Unito, tenendo presente quali sono stati i volumi totali di transazioni raggiunti, quanti *round* di investimento sono stati effettuati da investitori con sede legale in Gran Bretagna, internamente e verso altri Stati Membri dell'Unione Europea.

L'analisi si conclude con un potenziale scenario sull'impatto economico che la Brexit potrà avere sul mercato venture capital inglese, valutando alcune conseguenze specifiche riguardanti la relazione economica con un fondamentale investitore istituzionale dell'industria, quale il Fondo Europeo per gli Investimenti, partner delle British Business Bank, banca per lo sviluppo economico del Paese.

CAP 1 – Uno sguardo d’insieme sul venture capital

1.1 Il concetto e la sua rilevanza

L’espressione «venture capital» si riferisce al conferimento di capitale finanziario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un’ottica temporale di medio-lungo termine. Tali investimenti sono effettuati nei confronti di imprese con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie e concezioni di mercato (Gervasoni e Sattin, 2008).

La partecipazione è solitamente intesa come temporanea, minoritaria e finalizzata allo sviluppo dell’impresa, alla sua valorizzazione ed alla possibilità di concretizzare un elevato *capital gain* al momento del disinvestimento, *exit deal* tramite la vendita, per la prima volta, di azioni al pubblico (*Initial Public Offering*) oppure tramite un accordo di fusione acquisizione/acquisizione (Gervasoni e Sattin, 2008).

Venture capital è quindi il finanziamento che gli investitori apportano a imprese classificate come start-up, o in fase di sviluppo, le quali presentano un elevato margine di crescita. Secondo AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital), l’attività di venture capital non rappresenta un’attività diversa e distinta dal private equity, bensì una particolare attività di private equity, volta al finanziamento dell’impresa nelle prime fasi del suo ciclo di vita. L’operatore attivo in questo mercato viene generalmente definito *venture capitalist*. Il *venture capitalist* è un intermediario finanziario che gestisce i fondi per conto di un cliente che non ha le competenze per valutare un’opportunità di investimento ad alto rischio/alto rendimento. I *venture capitalist* agiscono come *broker*, possono cioè limitare il problema della selezione avversa nel mercato dei fondi, utilizzando le loro competenze ed *expertise*, nella gestione degli investimenti ad alto rischio (Reid, 2003).

Il capitale in gestione a questi soggetti economici può essere impiegato per sviluppare prodotti innovativi e nuove tecnologie, finanziare acquisizioni o essere indirizzato al rafforzamento della struttura finanziaria della società. Investendo in capitale societario, operatori specializzati in questo tipo di accordi prendono decisioni focalizzando la propria attenzione sulla strategia e gestione quotidiana dell’azienda target. Questa partecipazione azionaria, e la possibile ammissione di un nuovo soggetto tra gli azionisti originali, genera una metamorfosi nel processo decisionale. Conseguentemente, possono verificarsi una modifica della stabilità e della simmetria dell’organizzazione (Caselli, 2010). Infatti, un problema rilevante nel mercato venture capital è rappresentato dal fatto che l’investitore, ottenendo equity nell’azienda, può allo stesso tempo acquisire potere decisionale, e il nuovo assetto proprietario può condurre allo snaturamento dell’essenza innovativa dell’ente.

Un numero elevato delle aziende più conosciute al mondo ha iniziato la propria attività con finanziamenti in capitale di rischio. Nel Regno Unito, questo include un grande player mondiale come Skyscanner¹, oltre a nomi globalmente noti come Google, Facebook e Skype i quali hanno ricevuto apporto di capitale finanziario nelle loro prime fasi di vita.

I *venture capitalist* assumono partecipazioni di minoranza nelle imprese, in veste di veri e propri investitori o garantendo per un gruppo di investitori (Reid, 2003). Le aziende in fase iniziale di attività raccolgono denaro in diverse tranche finalizzate a supportare l'azienda man mano che cresce. Molte sono le start-up che ricevono supporto anche tramite:

- ♦ *crowdfunding*, cioè il processo di raccolta fondi attraverso piccoli contributi di gruppi molto numerosi, i quali condividono un medesimo interesse o un progetto comune. Generalmente questo processo avviene su piattaforme disponibili online;
- ♦ sovvenzioni, che riguardano la concessione di finanziamenti a fondo perduto², i quali non prevedono l'obbligo di restituzione tramite un piano di rate di quanto finanziato;
- ♦ incubatori, società che si occupano di fornire servizi a start-up come la gestione delle risorse, *training* del personale oppure collocamento strategico delle start-up in appositi uffici.

La figura del *venture capitalist*, insieme alle differenti forme di finanziamento/supporto preventivamente menzionate, formano il cosiddetto ecosistema dell'innovazione, una catena di finanziamento che fornisce competenze patrimoniali e di business a imprese che si collocano nella loro fase iniziale di vita e che generalmente sono in rapida crescita.

Il *venture capital*, generalmente, è provvisto da investitori particolarmente benestanti, banche d'investimento ed altri istituti finanziari. Tuttavia, non necessariamente si presenta in forma monetaria, bensì può anche considerarsi *venture capital* l'apporto di competenze tecniche e manageriali. Nelle operazioni di *venture capital* è infatti fondamentale l'apporto del c.d. *smart money*, che accompagna, oltre al conferimento di capitale, una serie di vantaggi connessi know-how dell'operatore, quali la sua esperienza imprenditoriale, la conoscenza delle caratteristiche del mercato ed il proprio network, di cui l'azienda oggetto dell'investimento potrà beneficiare (Gervasoni e Sattin, 2008).

In un accordo di tipo *venture capital*, porzioni societarie dell'azienda in fase di sviluppo sono create e vendute agli investitori, i quali ottengono delle *partnership* limitate.

Una differenza importante fra operazioni *venture capital* e *private equity* sta nel fatto che le

¹ Skyscanner: è una piattaforma online di ricerca di viaggi, la quale compara le tariffe delle compagnie di volo.

² I finanziamenti a fondo perduto sono garantiti da fondi europei, statali, regionali, provinciali o comunali.

prime si concentrano su società emergenti, in cerca di finanziamenti importanti per la prima volta, mentre le operazioni di private equity riguardano imprese già consolidate nel mercato. Di conseguenza, un'altra caratteristica che diversifica un investimento a carattere private equity da uno venture capital sta nel fatto che il primo è chiaramente meno rischioso del secondo, poiché il business in cui si sta investendo è già ben posizionato nel mercato. L'alto rischio delle attività in cui investono i fondi venture capital deriva dalla radicalità che certe innovazioni possiedono. Le idee innovative radicali possono avere successo oppure possono risultare in un grosso fallimento, non c'è via di mezzo (Argmon e Sjorgen, 2016).

Un esempio di apparente successo che si è in seguito trasformato nel fallimento di una serie di *venture capitalist* è quello che riguarda la società AllAdvantage³, un'agenzia pubblicitaria americana online fondata nel 1999 da tre imprenditori, la quale è stata finanziata con investimenti di 200 milioni di dollari da fondi venture capital (Argmon e Sjorgen, 2016). Nel 2000 AllAdvantage ottenne un primo round di investimento da 100 milioni di dollari, garantito da Softbank Capital Partner⁴, la quale ha investito 70 milioni di dollari e coinvolto un gruppo di altri fondi che insieme hanno investito 30 milioni di dollari. All'inizio del 2001 AllAdvantage chiuse le sue operazioni con una perdita di 200 milioni di dollari nei confronti degli investitori (Argmon e Sjorgen, 2016). Questi ultimi sbagliarono decisamente a formulare le valutazioni sull'impatto che il potere del *network effect* e del *viral marketing* comportano nei confronti di un business il cui *core* si basa sul pagamento delle visualizzazioni ottenute dai propri membri l'online.

Per riassumere, il venture capital concerne:

- l'acquisizione di partecipazioni societarie in nuove imprese, che si presume abbiano un alto potenziale di crescita;
- l'assistenza nell'implementare nuovi prodotti e servizi;
- la creazione di valore tramite l'apporto di esperienza e know-how;
- l'assunzione di elevati livelli di rischio a fronte di aspettative di rendimenti elevati;
- investimenti orientati al medio-lungo termine (Gervasoni e Sattin, 2008).

³ AllAdvantage: era una società di pubblicità online che si posizionava come il primo *infomediario* al mondo, pagando ai propri membri una parte dei ricavi pubblicitari generati dalle loro visualizzazioni online.

⁴ SoftBank Capital Partner: è una multinazionale giapponese (conglomerato di holding), con sede legale a Tokyo.

1.2 Le origini britanniche del mercato dei capitali

Il complesso di attività inerenti private equity e venture capital, indipendentemente dal ciclo di vita delle imprese in oggetto, viene individuato come un sotto segmento del *merchant banking*, ovvero l'insieme di operazioni di finanziamento e di consulenza poste in essere da operatori finanziari, a diretto supporto dell'attività d'impresa (Gervasoni e Sattin, 2008).

Le radici e i primi stadi di sviluppo del mercato europeo del venture capital e private equity risalgono al XV secolo con le attività poste in essere dai mercanti. Questi individui erano commercianti attivi in Medio Oriente, dove hanno anche istituito imprese commerciali, a volte sostenute con la presenza di autorità armate. Le grandi capitali europee, compresa Londra, rappresentavano la loro fonte finanziaria, fornita da ricchi capitalisti. In questo periodo nacque la Compagnia Britannica delle Indie Orientali, fondata alla fine del regno di Elisabetta I (Reid, 2003).

Infatti, la nascita dell'attività di *merchant banking* risale all'Inghilterra dei primi anni del Settecento, quando alcuni ricchi mercanti di caratura internazionale impegnati nel campo dell'importazione di materie prime, decisero di estendere le loro attività anche in ambito finanziario (Gervasoni e Sattin, 2008).

La nascita del mercato venture capital europeo moderno è riconducibile ai primi anni Ottanta, visti gli sviluppi formali portati avanti a livello istituzionale. Nel dicembre 1980, il Consiglio Europeo creò il Venture Capital Liaison Office, ufficio che collegava i diversi operatori europei, con sede a Bruxelles. In seguito, sempre grazie all'appoggio di organi comunitari europei, fu creata la European Venture Capital Association (EVCA). Inizialmente i membri furono 40, 11 dei quali britannici. L'obiettivo principale dell'associazione era quello di promuovere e sviluppare il mercato del capitale di rischio in tutti i Paesi europei (Gervasoni e Sattin, 2008).

All'inizio degli anni Novanta, il settore era chiaramente colpito da instabilità, perché i ritorni degli investimenti di natura venture sono stati decisamente inferiori alle aspettative. Gran parte della negatività a livello di *capital gain* è stata attribuita alla recessione economica di quegli anni. Questo portò gli investitori a concentrare i loro sforzi di supporto per lo più verso realtà aziendali già affermate, abbandonando le imprese piccole e in fase di avvio, prestando più attenzione, dunque, alla sfera economica del private equity (Gervasoni e Sattin, 2008).

Per quanto riguarda la situazione inerente la penisola italiana, è fatto risalire all'anno 1986 l'avvio del mercato del capitale di rischio, quando diverse società di natura finanziaria diedero vita all'associazione preventivamente menzionata, AIFI, in modo da affermare a livello

istituzionale la costituzione di un mercato italiano del capitale di rischio (Gervasoni e Sattin, 2008). Fino al 1986, in Italia, l'attività di investimento diretto nel capitale di rischio delle aziende industriali non quotate era preclusa agli istituti di credito, i quali vennero nel 1987 abilitati a operare nel capitale di rischio tramite società di intermediazione finanziaria (Gervasoni e Sattin, 2008). Durante metà anni Ottanta, la regolamentazione italiana prestava poca attenzione al mercato venture capital. I pionieri di questo mercato sono stati alcuni operatori privati che hanno cominciato a riversare capitale proprio alle piccole e medie imprese italiane. A partire da metà anni Novanta, hanno iniziato ad operare in maniera stabile sempre più *advisors* di fondi chiusi internazionali ed i primi fondi chiusi di diritto italiano (Gervasoni e Sattin, 2008).

1.3 Le modalità di investimento e finanziamento

Questo paragrafo analizza i diversi *round* di finanziamento/investimento che fanno parte dell'ecosistema dell'innovazione.

Ad ogni stadio di sviluppo aziendale, sono riconducibili diverse tipologie di investimento. Difatti, le esigenze dell'impresa sono differenti a seconda delle dimensioni o dello stato operativo; conseguentemente, l'investitore istituzionale effettuerà operazioni di diversa natura, in termini di know-how e capitale, sulla base di tali circostanze.

In generale, vengono riconosciute tre principali macro-ripartizioni sulla cui base si fondano gli interventi privati ed istituzionali nel capitale di rischio:

- ♦ finanziamento della fase di avvio;
 - ♦ finanziamento dello sviluppo;
 - ♦ finanziamento del cambiamento/trasmissione d'impresa
- (Gervasoni e Sattin, 2008).

Le prime due categorie riguardano l'acquisizione di partecipazioni di minoranza, mentre la terza si riferisce all'attività di *buy out*, ovvero agli investimenti di maggioranza (Gervasoni e Sattin, 2008).

Per i business di piccole dimensioni e nelle industrie emergenti, le operazioni venture capital sono iniziate dai cosiddetti *high net worth individuals*, ovvero individui benestanti, conosciuti anche come *angel investors* (investitori angelici), o *business angels*.

I *business angels* sono delle persone fisiche che investono parte del loro patrimonio nelle fasi di avvio di un progetto, assumendo contemporaneamente una parziale responsabilità di gestione. Essi intervengono negli stadi iniziali di vita dell'impresa, e dunque rappresentano

una componente importante nella filiera dell'investimento in capitale di rischio.

Il primo step intrapreso da un imprenditore per ottenere venture capital è redigere un business plan e presentarlo successivamente ad un investitore angelico. Se la proposta venisse accettata, a questo punto scatta la cosiddetta fase di *due diligence*, durante la quale è eseguita un'accurata investigazione del *business model*, prodotti e/o servizi offerti, management e la storia operativa della start-up. Generalmente, i *business angels* sono persone con un elevato patrimonio finanziario, fondazioni, centri di ricerca, società no-profit e imprese che agiscono come donatrici.

I professionisti che lavorano nel mercato venture capital, dal lato dei finanziatori, tendono a concentrarsi in un'unica industria e, tipicamente, in quest'industria hanno avuto una precedente esperienza lavorativa.

Il finanziamento d'avvio, conosciuto come *early stage financing*, richiede una maggiore entità di capitale e di conseguenza l'operatore è giuridicamente e dimensionalmente più strutturato. Gli investitori attraverso cui viene realizzato tale stadio di finanziamento sono maggiormente riconoscibili in banche d'affari e divisioni di banche commerciali; finanziarie di partecipazione di emanazione privata o industriale; fondi chiusi a carattere internazionale o regionale/nazionale; operatori pubblici (Gervasoni e Sattin, 2008).

Questa fase si riferisce essenzialmente a due sotto stadi distinti dell'avvio di un'impresa, ovvero il *seed financing* ed il *start-up financing*. Rispettivamente, il primo stadio è il finanziamento della *business idea*, l'investitore interviene quando il prodotto o servizio non è ancora affermato o non esiste, ma è consolidata l'idea. Lo *start-up financing* è relativo al momento in cui la fase di sperimentazione è stata superata con successo; in alcuni casi l'idea può essere già stata brevettata (Gervasoni e Sattin, 2008).

Il finanziamento per lo sviluppo fa riferimento al sostegno fornito da parte di fondi venture capital, o altri attori istituzionali, a società che presentano un elevato margine di crescita, un alto potenziale innovativo ed una specializzazione ben definita per settore.

L'intervento di sviluppo può essere inteso come il rafforzamento e l'accrescimento del business, volto a far acquisire un profilo più competitivo nel mercato di riferimento all'impresa target. Da un punto di vista prettamente finanziario, questa fase di finanziamento è più consistente rispetto alla precedente, con investimenti che si aggirano fra 1 e 2 milioni di euro. L'investimento volto a implementare o supportare programmi di sviluppo già esistenti, può anche definirsi *expansion financing* o *development capital*, mentre si fa riferimento al *replacement capital*, cioè il capitale di sostituzione, qualora l'investimento sia finalizzato a

sostituire parte dell'azionariato, che verrà in seguito escluso dall'attività aziendale (Gervasoni e Sattin, 2008).

Il finanziamento del cambiamento è invece tutto l'insieme di operazioni che riguardano un cambiamento totale a livello proprietario mediante l'utilizzo della leva finanziaria come strumento di acquisizione, e sono raggruppate nella categoria dei *buy out*. Si parla di *turnaround* quando vengono attuate operazioni di ristrutturazione di imprese in crisi, e di *bridge financing* quando l'investitore istituzionale, sin dalla fase di avvio, intende accompagnare l'azienda in Borsa (Gervasoni e Sattin, 2008).

Seppur riconosciuta come internazionalmente valida questa classificazione di investimenti, oggi la crescente complessità settoriale del mercato dei capitali, dovuta alla creazione continua di strumenti avanzati di ingegneria finanziaria, che sfruttano l'uso contemporaneo di diverse leve, rende difficile una distinzione netta delle modalità di investimento (Gervasoni e Sattin, 2008).

In termini qualitativi, negli ultimi anni il mercato italiano del venture capital ha fatto registrare profondi mutamenti. Attualmente, il settore presenta un'offerta decisamente specializzata, garantita da fondi mobiliari chiusi di diritto italiano e *advisor* di fondi internazionali, sempre più focalizzati sulle attività di *early stage*.

Un chiaro esempio di attivo interesse da parte di fondi esteri è fornito dalla quota di capitale versata dal fondo venture capital inglese Cabot Square Capital, uno dei maggiori provider di investimenti verso le piccole-medie imprese nel Regno Unito, in compartecipazione a United Ventures SGR, un fondo indipendente italiano venture capital, i quali, nel novembre 2015, hanno co-investito 16 milioni di euro in MoneyFarm, società di consulenza finanziaria indipendente italiana, permettendo a quest'ultima di inserirsi con maggiore incisività nel mercato internazionale del *FinTech*⁵ e *wealth management*⁶ (Cimpanelli, 2015).

Oltre al supporto garantito dall'investitore con la mera fornitura di capitale, può creare ulteriore vantaggio competitivo all'ente finanziato il know-how manageriale che l'investitore apporta per raggiungere i suoi scopi ed obiettivi. Di conseguenza, in rapporto al prestigio del socio istituzionale, questo comporta un miglioramento dell'immagine della start-up nei confronti del mercato di riferimento.

⁵ *FinTech*: settore che raggruppa le aziende che forniscono servizi e strumenti finanziari innovativi.

⁶ *Wealth management*: è un servizio professionale di gestione patrimoniale che combina consulenza finanziaria e di investimento, contabilità e servizi fiscali, pianificazione previdenziale e pianificazione legale o immobiliare.

In generale, è statisticamente riconosciuto che alle aziende partecipate da investitori istituzionali, siano riconducibili prestazioni economiche migliori. È dunque associabile all'attività di investimento nel capitale di rischio una contribuzione notevole alla crescita del sistema economico ed industriale di un paese. A confermare questo concetto è il prospetto che analizza l'impatto del venture capital sull'economia italiana, pubblicato quest'anno da PWC Italia, secondo cui le aziende partecipate da venture capital in Italia, nel periodo di riferimento 2006 – 2016, registrano una crescita dei ricavi superiori maggiori del 6,0% e un EBITDA (margine operativo lordo) superiore del 4,6% rispetto alle aziende start-up o in fase di sviluppo, prese in considerazione nel medesimo periodo, che non ricevono finanziamenti venture capital.

1.4 Comparazione tra il contesto italiano ed inglese

Sin dalle sue origini, il mercato italiano ha faticato a raggiungere elevati volumi di transazioni nel mercato del venture capital. Dopo la nascita di AIFI nel 1986, solo nella seconda metà degli anni Novanta c'è stata una netta crescita del mercato, che ha successivamente rallentato in seguito all'esplosione della bolla speculativa delle *Dot-com*⁷, avvenuta all'inizio del nuovo millennio. Inoltre, dopo la crisi finanziaria globale del mercato immobiliare del 2007/2008, la raccolta di fondi nel venture capital ha continuato a diminuire.

Sono diversi i problemi che affliggono il venture capital italiano, al di sopra di tutti la carenza di investimenti di supporto alle start-up, dovuta essenzialmente ad un sistema legislativo e fiscale inefficiente e molto esigente in termini di adempimenti richiesti, in materia di regolamentazione e controllo.

È interessante la proposta della Commissione Venture Capital di AIFI, pubblicata nel portale dell'associazione nel 2011, volta a stimolare innovazione e sviluppo nel sistema economico del Paese; riguarda la razionalizzazione del modello di agevolazioni a favore degli investitori, incentivando investimenti nella fase di avvio delle start-up.

Per sostenere il settore italiano dei business che richiedono finanziamenti d'avvio, si ritiene necessario modificare alcune delle disposizioni legislative attive, in modo da stimolare un'industria altamente strategica per il sistema imprenditoriale del nostro Paese. A livello di gettito pubblico, l'impatto sarebbe minimo o addirittura nullo.

La proposta riguarda l'ottimizzazione del sistema di agevolazioni introdotte a favore degli

⁷ La crisi delle *Dot-com* si riferisce ad una bolla speculativa esplosa a metà degli anni Novanta inerente la sopravvalutazione delle aziende tecnologiche emergenti.

angel investors dall'art. 3 del decreto legge 25 giugno 2008 n. 112 (convertito dalla legge 6 agosto 2008, n. 133) per favorire lo sviluppo iniziale delle aziende.

Il legislatore agevola gli investimenti in nuove imprese mediante la detassazione delle plusvalenze realizzate dagli investitori, col vincolo che tali plusvalenze siano reinvestite in nuove iniziative imprenditoriali che si occupano della medesima attività.

Con particolare riguardo a quest'ultimo vincolo, un *angel investor* o qualsiasi tipologia di investitore istituzionale che decide di reinvestire il *capital gain*, dovrebbe poter utilizzare l'agevolazione anche in caso di reinvestimento in altre imprese emergenti ed innovative, che fanno parte di altri settori o industrie. L'abrogazione della specificazione "medesima attività" dall'articolo del decreto legge preventivamente citato, produrrebbe una duplice positività, perché si tradurrebbe in un grosso incentivo per gli investitori, i quali aumenterebbero gli investimenti nelle start-up italiane, e conseguentemente, potenzierebbero il motore economico dello sviluppo del Paese.

In aggiunta, gli adempimenti in materia di vigilanza richiesti a carico degli operatori di venture capital risultano essere eccessivi considerando la quantità di capitale gestita dalle strutture societarie che operano nel settore.

A confermare lo stato inefficiente del mercato venture capital italiano è Elserino Mario Piol⁸, il quale a luglio 2017 ha rilasciato un'intervista sul blog P101⁹:

“Manca il capitale, quello di cui il venture capital dispone è molto limitato e siamo lontanissimi dal Regno Unito. E manca la cultura. Credo che si debbano far partire le iniziative: se danno luogo a risultati positivi, poi il successo chiama altro successo. E soprattutto bisogna valorizzare le persone perché se il manager non è valido, l'idea da sola non serve a niente” (Balestreri, 2017).

La Commissione Europea ha redatto un report interessante, in collaborazione con l'Università di Maastricht, pubblicato nel 2017, intitolato *European Innovation Scoreboard*, il quale fornisce un confronto tra le prestazioni a livello di ricerca e innovazione degli Stati membri dell'UE, mettendo in evidenza i relativi punti di forza e debolezza. Quindi, questo documento supporta gli Stati membri a valutare le aree in cui hanno bisogno di concentrare i loro sforzi, al fine di aumentare le loro performance legate al driver dell'innovazione.

Le performance dei sistemi d'innovazione dei Paesi dell'Unione Europea, sono misurate dal

⁸ Elserino Mario Piol: ex direttore generale e vicepresidente di Olivetti, *venture capitalist* nel settore delle telecomunicazioni. È conosciuto come il padre del *venture capitalism* in Italia e come uno dei più grandi innovatori italiani.

⁹ P101: è un fondo venture capital specializzato in investimenti in società *digital e technology-driven*.

c.d. *Summary Innovation Index*, indice che rappresenta 27 indicatori presi in considerazione, fra cui il livello di specializzazione delle risorse umane nazionale; il supporto finanziario, pubblico e privato, fornito al sistema dell'innovazione nazionale; il supporto finanziario ai sistemi di ricerca nazionali, specificamente dottorati di ricerca; il contributo che questi organi del sistema universitario garantiscono alla crescita del tessuto imprenditoriale del Paese; lo sviluppo del mercato venture capital; gli impatti sul livello occupazionale correlati al fenomeno dell'innovazione.

È stata effettuata una classificazione fra i diversi Paesi Membri dell'Unione Europea.

Il primo gruppo riguarda i c.d. *innovation leaders*, che include gli Stati Membri dove la performance registrata è superiore al 20% della media europea. Il risultato di questo studio condotto dalla Commissione Europea vede presenti in questa categoria, fra gli innovatori di eccellenza, Danimarca, Finlandia, Germania, Olanda, Svezia e Regno Unito.

A seguire altre tre classificazioni, gli *strong innovators*, che presentano livelli di performance tra il 90% e il 120% della media europea, i *moderate innovators*, che includono Stati Membri dove la performance è compresa tra il 50% e il 90% rispetto alla media europea, ed infine i *modest innovators*, i quali mostrano un livello di performance al di sotto del 50% rispetto alla media europea.

L'ecosistema dell'innovazione in Italia presenta importanti punti di forza per quanto concerne le risorse intellettuali, i sistemi di ricerca che ruotano attorno all'ambiente universitario nazionale per supportare gli innovatori d'impresa, gli incubatori ed acceleratori d'impresa. Un chiaro punto di debolezza è invece rappresentato, come già affermato, dal supporto che viene fornito, in termini di capitali finanziari, dalle varie società e fondi di investimento alle imprese emergenti. L'Italia presenta un'importante carenza di co-finanziamenti privati per il consolidamento delle spese in ricerca e sviluppo nazionali, rispetto alla media europea.

Per tali motivi, il nostro Paese viene classificato come *moderate innovator*.

I motivi per cui il Regno Unito è invece considerato leader europeo d'innovazione, riguardano il fatto che i punti di debolezza preventivamente menzionati, con riferimento alla penisola italiana, risultano essere punti di forza della Gran Bretagna. In termini di supporto finanziario, relativo specificamente alle *venture capital expenditures*, nei punteggi attribuiti alle performance che comparano i risultati ottenuti dagli Stati Membri nel 2010 e nel 2016, confrontando Italia e Regno Unito su questo fattore il divario risulta essere enorme.

Il punteggio attribuito al Regno Unito è pari a 106,7 mentre all'Italia solo 23, punteggi che trovano conferma nell'ammontare di investimenti ottenuti da queste due nazioni nel 2017; l'Italia ha raggiunto un volume totale di circa 208 milioni di euro (Marconi, 2018), mentre nello stesso anno, nel Regno Unito sono stati investiti ben 4 miliardi di euro (Stanfill, 2018).

Questo dato conferma l'attivismo presente in Gran Bretagna in questa tipologia di mercato, che si traduce in un driver essenziale per la crescita dell'innovazione nazionale.

Come stabilisce il report redatto dalla British Business Bank¹⁰ nel dicembre 2016, intitolato *Building Momentum in Venture Capital Across Europe*, in collaborazione con altri istituti bancari spagnoli e francesi, un grosso problema che affligge il mercato venture capital italiano riguarda la concessione di finanziamenti, data la contrazione di lungo termine che sta colpendo il mercato bancario dei crediti¹¹. Quanto appena discusso ha effetti sproporzionati sulle condizioni e clausole dei finanziamenti delle piccole-medie imprese italiane.

Il capitolo successivo si propone di studiare i motivi per cui il Regno Unito risulta avere grossi vantaggi nel mercato dei capitali finanziari da un punto vista giuridico e fiscale, concentrandosi sul funzionamento strutturale dei fondi venture capital, dei venture capital trust, e del mondo istituzionale britannico che ruota attorno all'ecosistema dell'innovazione sul territorio anglosassone.

¹⁰ British Business Bank: è una banca di sviluppo economico di proprietà statale istituita dal governo del Regno Unito. Il suo scopo è aumentare l'offerta di credito alle piccole-medie imprese e fornire servizi di consulenza aziendale.

¹¹ Il totale ammontare dei prestiti garantiti nei confronti di imprese non finanziarie nel 2016 ammontava a € 32.8 miliardi, € 2.3 miliardi in meno di quanto garantito nel 2015.

CAP 2 – Il modello giuridico ed organizzativo inglese per gli investitori

2.1 La regolamentazione in generale

Nella Gran Bretagna, gli investimenti in capitale netto non sono regolati dal sistema giuridico finanziario, bensì dall'ordinamento giuridico fondato sul *common law*, sistema che si basa su precedenti giurisprudenziali e che assegna maggiore importanza alle leggi di matrice locale e federale. Conseguentemente, gli investimenti private equity, e quindi anche venture capital, non sono categorizzati come servizi finanziari, come avviene in Europa. I legislatori britannici si sono ispirati al modello legale degli Stati Uniti, attuale mercato private equity più grande al mondo (Caselli, 2010).

Ci sono diversi veicoli d'investimento utilizzati per settare investimenti venture capital (i cd. *special-purposed vehicles*). È fondamentale capire come i *policymaker* creano l'ambiente legislativo per l'intera industria e come le istituzioni finanziarie interpretano tale settore e la sua capacità di creare concrete opportunità per la crescita. Gli investitori inglesi utilizzano generalmente tali veicoli di investimento: i fondi venture capital, i venture capital trust, le banche d'investimento ed altri investitori istituzionali specializzati nel mercato venture capital (Caselli, 2010).

Sia negli Stati Uniti, che nel Regno Unito, non esiste una particolare disciplina che regola il mercato private equity – venture capital. Tuttavia, è possibile riconoscere delle differenze nette rispetto al quadro giuridico europeo:

- ♦ non vi sono limiti quantitativi in relazione al possesso di azioni per gli *shareholders*;
- ♦ non viene applicata una distinzione fra investimenti basati sul sistema bancario e sul sistema finanziario europeo (Caselli, 2010).

In ogni caso, vengono messe a disposizione diverse leggi redatte dal *EU Banking and Financial Services Act*. Ciò significa che esiste una grande varietà di soluzioni legali per gli investitori di capitale. Le seguenti leggi e schemi di agevolazione hanno segnato un crocevia importante per l'industria venture capital:

- ♦ *Industrial and Financial Corporation Act* (1945), il quale ha creato i fondi pubblici al fine di sostenere piccole-medie imprese e start-up (Caselli, 2010);
- ♦ *Business Start-up Scheme* (1981) e *Business Expansion Scheme* (1983), i quali hanno avuto lo scopo di incentivare sia le aziende che soggetti privati a investire nel capitale di rischio (Caselli, 2010);

- ♦ *Enterprise Investment Scheme (1994) e Venture Capital Trust Act (1997)*.
Il primo è diretto ad aiutare intermediari finanziari a raccogliere investimenti diminuendo, la pressione fiscale per gli investitori interessati ad acquistare porzioni di capitale in queste società (Caselli, 2010). Il secondo, è stato ideato per incoraggiare gli individui ad investire in società considerate relativamente rischiose, acquistando le azioni di queste indirettamente sul mercato borsistico, attraverso i venture capital trust, che le possiedono nei loro portfolio d'investimenti (Caselli, 2010).
Un venture capital trust è una società le cui azioni sono negoziate sul mercato azionario di Londra. Tale veicolo d'investimento, investe in genere in circa 20 – 50 aziende, normalmente società molto piccole che sono alla ricerca di investimenti in fase di avvio o per lo sviluppo della loro attività. Queste sono scelte da esperti che individuano opportunità tra le realtà imprenditoriali nascenti e negoziano offerte interessanti per gli investitori.
- ♦ *Seed Enterprise Investment Scheme (2012)*: fornisce un particolare incoraggiamento agli investitori angelici per investire in attività che risultano essere ancora allo stato embrionale, le quali hanno un rischio di fallimento maggiore. Questo schema offre fino al 50% di sgravio fiscale per gli investimenti in aziende molto piccole con un elevato potenziale di crescita.
- ♦ *Social Investment Tax Relief (2014)*: questo schema fiscale aiuta le imprese sociali a raccogliere capitale finanziario offrendo importanti incentivi fiscali agli investitori. Riguarda esclusivamente società di interesse comunitario e di beneficenza.

2.1 I benefici fiscali per gli investitori

Il Regno Unito risulta essere più avanzato dell'Italia nel venture capital sotto diversi punti di vista. In primis, la costituzione delle start up è più rapida nel territorio britannico, dal momento che:

- ♦ i benefici di tipo fiscale sono trattati in modo chiaro, semplice ed efficace a differenza del modello giuridico fiscale italiano, che tratta finanziamenti di capitale azionario in maniera decisamente più complessa;
- ♦ vi sono meno limitazioni inerenti il rilascio di concessioni di licenze o iscrizioni ad albi professionali.

In Italia, come in Gran Bretagna, gli imprenditori che avviano delle start-up sono propensi a costituire una società a responsabilità limitata, che nel Regno Unito corrisponde alla *private*

limited company (Ltd.). Questa tipologia di società può essere costituita da un unico socio, persona fisica o giuridica, con nessun vincolo di capitale. Inoltre, per ciò che riguarda la struttura societaria, è richiesto un amministratore che rappresenti e gestisca l'impresa, ed un segretario, il quale ha il compito di supervisionare i libri verbali e sociali della società. Una grossa differenza nella costituzione di società di capitali fra Italia e Regno Unito sta nel fatto che in Gran Bretagna non è richiesto l'intervento di un notaio, il che implica una divergenza di costi economici e temporali.

Sempre in Gran Bretagna, solo se il volume d'affari della società supera le 350,000 sterline è necessario redigere un bilancio, mentre è obbligatoria la richiesta di una partita IVA (cd. *VAT number*¹²) solo se il volume d'affari è maggiore di 73,000 sterline. Per quanto concerne il livello di tassazione delle Ltd. inglesi, l'aliquota societaria è settata al 20%¹³ dei profitti lordi.

Al momento, gli *angel investors* nel Regno Unito hanno accesso ad importanti schemi di agevolazione fiscale che sono garantiti dal Governo, il quale riconosce esplicitamente il rischio intrinseco sostenuto da questi, nel finanziare imprese emergenti.

Questi schemi fiscali sono alcuni tra quelli preventivamente menzionati: l'*Enterprise Investment Scheme*, il *Seed Enterprise Investment Scheme* e il *Social Investment Tax Relief*. È possibile ottenere agevolazioni investendo in Borsa solo finanziando i venture capital trust, altamente efficienti sotto il profilo fiscale. Questo particolare veicolo di investimento sarà trattato in dettaglio nel paragrafo 2.4.

A seconda dello specifico schema di accesso alle agevolazioni che si utilizza, si possono ottenere vantaggi fiscali reddituali sia sull'investimento che sui ritorni di capitale, come illustrato nella Tabella 1, disponibile pubblicamente sul sito web del governo inglese.

Schema	Investimento annuale massimo	Sgravio fiscale ottenibile sull'investimento	Dividendi esentasse
	£	%	
EIS	1,000,000	30	NO
SEIS	100,000	50	NO
SITR	1,000,000	30	NO
VCT	200,000	30	SI

Tabella 1: comparazione fra i differenti schemi di agevolazione fiscale sugli investimenti venture capital nel Regno Unito (gov.uk, 2018)

¹² VAT: *Value Added Tax*, imposta sul valore aggiunto.

¹³ In Italia, l'aliquota societaria comprende IRPEF e IRA; complessivamente parte dal 31.4% e, a seconda della giurisdizione locale, può essere anche maggiore di tale percentuale.

Le soluzioni offerte da queste agevolazioni rappresentano fonte di grande supporto agli investitori intenzionati ad offrire il proprio contributo a startup innovative, ed imprese sociali non quotate in alcun mercato borsistico regolamentato.

2.3 I fondi venture capital

Le organizzazioni venture capital tipicamente raccolgono capitali non su base continua, bensì attraverso fondi periodici. Tali organizzazioni possono essere indipendenti, gestite da gruppi di privati oppure delle sussidiarie di istituzioni finanziarie come le banche di investimento o di imprese assicurative (Caselli, 2010). I fondi di venture capital trovano risorse normalmente a livello istituzionale, su base competitiva. Conseguentemente, migliori sono le performance del fondo, in termini di ritorni di capitale, maggiori saranno le possibilità di ottenere *inflows* di capitale importanti per gli investitori. Alcuni tipi di organizzazioni venture capital sono affiliate ai governi, autorità locali o altre imprese statali che focalizzano la loro mission nel promuovere ricerca, sviluppo e innovazione (Gervasoni e Sattin, 2008).

Questi veicoli d'investimento sono giuridicamente strutturati come delle *limited partnership*. I *limited partners*, ovvero i soci che hanno una responsabilità limitata alla quota conferita per le obbligazioni sociali, includono banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione, investitori privati ed istituzionali (Agmon e Sjorgen, 2016).

I fondi venture capital, di norma, mantengono i loro investimenti da cinque a sette anni, cioè sino al momento in cui l'attività sarà quotata in borsa, acquisita da una multinazionale o da un altro investitore come un fondo private equity (Agmon e Sjorgen, 2016).

Nel Regno Unito, questo tipo di veicolo di investimento ha una lunga storia operativa.

Il primo fondo operante nella Gran Bretagna risale al 1907. Lo schema operativo non è cambiato da allora, i fondi venture capital hanno una maturità fissa di dieci anni, più due anni che permettono al fondo di avviare il processo di disinvestimento, il quale prevede ritorni di capitale esentasse (Agmon e Sjorgen, 2016).

La figura 1, sottostante, mostra un quadro schematico degli attori e le loro relazioni interdipendenti che insieme costituiscono l'industria che ruota attorno ai fondi venture capital.

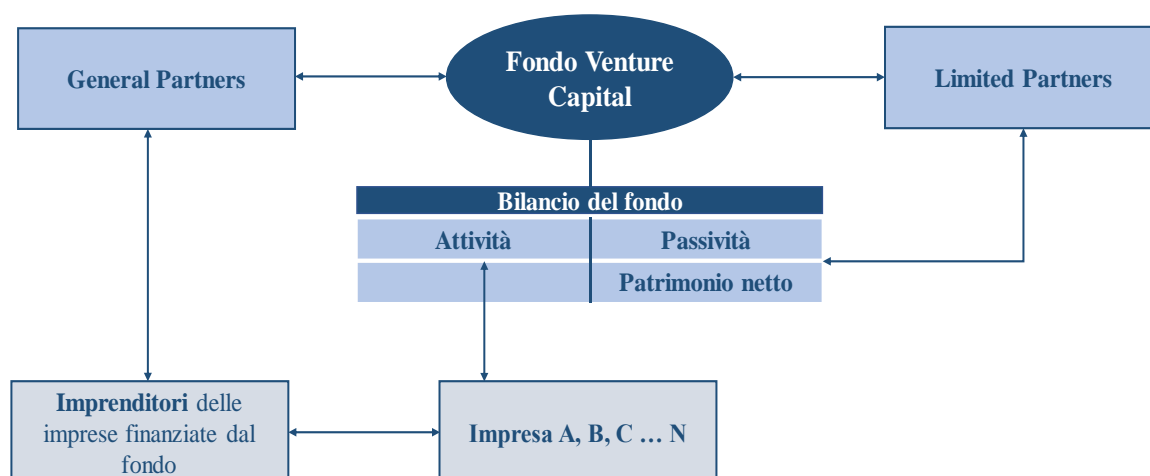


Figura 1: Struttura e governance di un fondo venture capital (Agmon e Sjorgen, 2016)

I fondi venture capital sono composti da *limited partners*, fornitori di capitale, e *general partners*, i quali rivestono un ruolo prettamente manageriale. I *general partners* hanno obbligazioni di tipo legale e apportano capitale in quantità ridotte. I *limited partners* sono protetti da qualsiasi tipo di perdita in relazione all'investimento iniziale.

I fondi venture capital possono essere descritti dai contratti che legano *limited partners*, *general partners* ed il fondo. Una prima tipologia di contratto riguarda il *limited partner* ed il fondo. Il *partner* aderisce di conferire un certo ammontare di capitale al fondo, affinché tali risorse finanziarie vengano destinate in predeterminate tipologie di progetti. In virtù del suo ruolo gestionale, il *general partner* del fondo ha il diritto di chiedere capitale a seconda dei bisogni di investimento (Agmon e Sjorgen, 2016).

Un secondo contratto riguarda tutte le parti menzionate. Questo contratto stabilisce le compensazioni nei confronti del *general partner*. In quasi tutti i casi il pagamento è una percentuale annuale del capitale raccolto dal fondo. Questo pagamento è chiamato *management fee* e corrisponde all'1% o 2% del totale dell'ammontare capitalizzato dal fondo (Agmon e Sjorgen, 2016). Una seconda componente del pagamento per il *general partner* è una quota dei profitti realizzati dal fondo, durante la sua esistenza. Tale pagamento è definito *carried interest* o *performance fee*. Una percentuale comune della *performance fee* è stabilita attorno al 20% dei profitti realizzati, a condizione che i profitti raggiungano un certo livello prestabilito da contratto (Agmon e Sjorgen, 2016).

Generalmente, un fondo venture capital opera investimenti che coinvolgono fino a quindici imprese. È tra l'imprenditore ed il fondo che viene stipulato un terzo tipo di contratto, che prevede diritti inerenti i flussi di cassa e diritti decisionali. Data l'allocazione di capitale e la ragione del tipo d'investimento per il quale il capitale è stato allocato (e.g. un'industria specifica come quella dei software), il *general partner* ha un ruolo cruciale nel decretare il successo o il fallimento del fondo. Il motivo riguarda il fatto che è tale figura manageriale ad avere il ruolo di decidere su quali progetti focalizzarsi. (Agmon e Sjorgen, 2016).

A livello internazionale è possibile riconoscere che i fondi chiusi che si concentrano sul mercato venture dei capitali hanno una struttura pressoché omogenea, a prescindere dal contesto normativo e regolamentare, in particolar modo in termini di operatività (Gervasoni e Sattin, 2008).

2.4 I venture capital trust

Introdotti per la prima volta nel 1997, sono stati creati dal *Venture Capital Trust Act*. (Caselli, 2010). Le relazioni che si sviluppano attorno ad un venture capital trust sono definite da un accordo fiduciario reciproco tra le parti. La struttura organizzativa di un venture capital trust è basata sul *trust*, definito come l'ammontare di denaro conferito da investitori privati, ed il *trustee*, ovvero il gruppo di individui che gestiscono le operazioni d'investimento del *trust*. Il *trustee* assume, dunque, un ruolo simile a quello del *general partner* nell'ambito di una *limited partnership* e, generalmente, coloro che fanno parte del *trustee*, sono allo stesso tempo membri di gruppi di investimento ancora più grandi (Agmon e Sjorgen, 2016).

I venture capital trust sono quotati in Borsa e di conseguenza non hanno una maturità fissa. Individui privati possono sottoscrivere o comprare azioni in un venture capital trust, i quali investono in start-up o imprese che sono alla fase iniziale di sviluppo, approvvigionandole di finanziamenti volti a promuovere la crescita e consolidare la loro posizione nel mercato.

Il 70% del portafoglio di investimento di un venture capital trust è composto da aziende non quotate. Da un punto di vista fiscale, questi veicoli d'investimento sono esenti da qualsiasi tipologia di tassa sui ritorni di capitale, che derivano dalle loro operazioni di investimento (Agmon e Sjorgen, 2016).

Esiste una differenza netta tra un generico fondo chiuso europeo ed un venture capital trust, e riguarda il livello di trasparenza. Dopo che gli investitori hanno trasferito il loro patrimonio personale in un venture capital trust, non sono in grado di influenzare decisioni prese dal *trust* o dai *trustee* manager. I fondi chiusi, invece, sono completamente trasparenti come definito

dal quadro generale regolatorio europeo, mentre i venture capital trust sono l'opposto, dal momento che gli investitori sono disinformati riguardo la composizione specifica del portafoglio di investimenti (Caselli, 2010).

I profitti sono distribuiti agli investitori dei venture capital trust come dividendi esentasse. Il manager di un venture capital trust fornisce, inoltre, esperienza per aiutare le imprese prescelte ad espandersi e fornire migliori performance. Normalmente, cercano di vendere la quota del business che fa parte del *trust* da tre a sette anni dopo aver investito (Caselli, 2010).

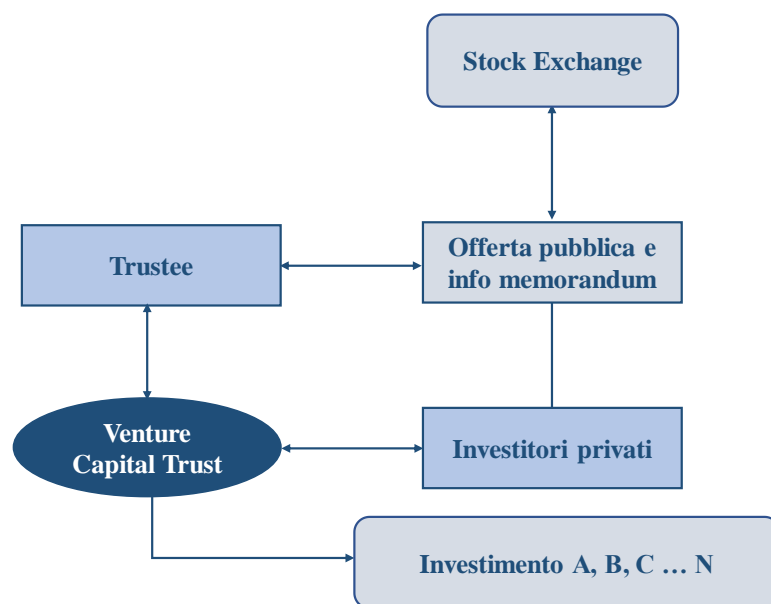


Figura 2: Struttura organizzativa e corporate governance di un venture capital trust (Caselli, 2010)

La figura 2 illustra la struttura organizzativa di questo tipo di veicolo d'investimento, mettendo in evidenza gli attori principali.

Le azioni di un venture capital trust sono difficili da valutare, il prezzo di mercato potrebbe non riflettere il valore degli investimenti sottostanti. Generalmente, il valore della tipologia di queste azioni fluttua parecchio, conseguentemente il *capital gain* non è garantito ed i recuperi potrebbero essere inferiori al capitale investito. I venture capital trust sono pertanto rivolti a investitori particolarmente benestanti e sofisticati, i quali possono permettersi di investire con un'ottica temporale di lungo termine. Il prospetto di ciascun venture capital trust (*information memorandum*) fornisce tutti i dettagli dei rischi d'investimento e dovrebbe essere letto attentamente prima di effettuare un investimento (Agmon e Sjorgen, 2016).

Per incoraggiare gli investimenti tramite questo veicolo, il governo offre generosi benefici fiscali agli investitori, compresa una riduzione delle tasse fino al 30% per investimenti annuali che raggiungono importi fino a 200,000 sterline (Caselli, 2010).

CAP 3 – Le dinamiche del mercato venture capital in Gran Bretagna

3.1 BVCA e il suo ruolo nell'industria

Questo paragrafo si propone di esplicitare l'importanza di BVCA, ente equivalente come significato e ruolo economico ad AIFI in Italia.

BVCA (British Private Equity & Venture Capital Association) è un corpo istituzionale ed industriale pubblico, cui spetta il ruolo di rappresentante del mercato private equity e venture capital del Regno Unito. Il suo scopo principale è connettere tutti gli stakeholders che fanno parte di quest'industria, ricoprendo dunque un ruolo fondamentale, quale catalizzatore nazionale e globale per la crescita economica. L'ente ha supportato l'industria per più di 30 anni, aiutando l'economia britannica a crescere, consolidando la sua posizione dominante in riferimento al mercato dei capitali mondiale. BVCA fornisce supporto tecnico e regolatorio, analisi e ricerca, oltre a training specialistici ai propri membri. Inoltre, organizza conferenze periodiche a seconda del cluster di imprese oggetto dell'incontro. Gli iscritti all'associazione comprendono più di 700 aziende, tra cui oltre 300 enti private equity e venture capital, investitori istituzionali, consulenti professionisti, fornitori di servizi specializzati e associazioni internazionali. L'associazione si impegna a garantire massima trasparenza e guidare un trend industriale che persegue crescita sostenibile nel lungo periodo.

Il Regno Unito gioca un ruolo importante nel palcoscenico internazionale del venture capital. Prendendo in considerazione il valore degli accordi di investimento/finanziamento, la Gran Bretagna è il mercato venture capital europeo più grande, con un'attività di investimento che ha raggiunto circa i 4 miliardi di euro nel 2017 (Stanfill, 2018). Inoltre, il Regno Unito è l'industria venture capital responsabile per 18 unicorni, ovvero quelle società il cui attuale valore di mercato eccede un miliardo di dollari.

Per il potenziale dimostrato da certe nuove realtà imprenditoriali, le grandi istituzioni finanziarie stanno costituendo fondi specializzati d'investimento interni, mirati prettamente al venture capital. I nuovi settori emergenti, in grado di attirare i grandi investitori istituzionali, che presentano grandi margini di crescita sono il *FinTech* (Stanfill, 2018), cioè qualsiasi innovazione tecnologica applicabile al settore finanziario, *cyber-security*, intelligenza artificiale e *machine learning*¹⁴.

¹⁴ *Machine learning* è la branca dell'intelligenza artificiale nel campo dell'informatica che utilizza tecniche statistiche per fornire ai computer la possibilità di "apprendere" con i dati, senza essere programmati esplicitamente.

I fondi venture capital stanno prestando particolare attenzione a questi settori, dal momento che, l'investimento *nell'early stage* in questi segmenti, può fruttare ottimi ritorni di capitale.

3.2 Lo stato attuale del mercato

BVCA, in collaborazione con Oxford Economics¹⁵, ha realizzato una ricerca intitolata *Fuel for the Innovation Nation* che analizza l'impatto del venture capital sull'economia britannica. Secondo questo report, nel 2015 sono stati investiti circa 5.6 miliardi di euro da *angel investors* ed altri *venture capitalist* nell'industria venture capital. Quest'analisi mostra che il capitale investito ha avuto grandi ripercussioni sulle start-up nazionali e sulla creazione di posti di lavoro, rafforzando ulteriormente la già consolidata economia innovativa del Regno Unito. All'incirca 24,400 imprese operanti in Gran Bretagna sono state finanziate nel periodo 2010 – 2015. La grande maggioranza di tali aziende sono start-up e piccoli business innovativi con meno di 50 dipendenti. Complessivamente, queste imprese impiegano circa 200,000 persone ed hanno generato un volume d'affari approssimativamente pari a 39 miliardi di euro, contribuendo alla crescita del prodotto interno lordo del Paese di un importo pari a circa 20 miliardi di euro. L'investimento in capitale di rischio, nel periodo 2010 – 2015 è stato indirizzato verso i settori chiave della crescita che si suppone alimenteranno il futuro dell'economia del Regno Unito.

Circa la metà di tutti gli investimenti venture capital ed *angel* si è concentrata sull'economia digitale in settori chiave strategici quali media, intrattenimento e telecomunicazioni. Un ulteriore 25% è stato investito in servizi finanziari, biotecnologia e salute.

Nel 2016 sono stati conclusi 936 accordi generando circa 4 miliardi di euro per il settore venture capital inglese. Questi rappresentano il 36% del numero di accordi chiusi in tutta Europa nell'anno citato. Tra i settori protagonisti del mercato sono presenti il *FinTech* e le imprese *tech* in generale, oltre a e-commerce, imprese focalizzate sul turismo e l'organizzazione di viaggi (Duffy, 2017).

È stato registrato un cambiamento importante nel mercato inglese che riguarda i cosiddetti *breakthrough radicali* e le origini delle innovazioni. Nelle generazioni imprenditoriali precedenti, le innovazioni di gran successo si originavano da imprese già consolidate e stabilizzate, mentre attualmente sono le imprese più piccole e le start-up ad apportare un maggiore contributo in questo senso (Duffy, 2017).

In seguito alla creazione di un'idea innovativa vincente, imprese di grandi dimensioni effettuano l'acquisizione della start-up, o dell'idea generata da quest'ultima, per poi

¹⁵ Oxford Economics: ente che si occupa di condurre analisi quantitative di previsione globali.

svilupparla nei dipartimenti interni di ricerca e sviluppo (Ozcanli, 2011).

Questo fenomeno prende il nome di *corporate venture capital*. Il fatto che anche imprese di piccole dimensioni o, appunto, start-up, riescano a far maturare al proprio interno innovazioni rilevanti, accade essenzialmente perché la tecnologia richiesta per innovare è decisamente più economica ed accessibile rispetto al passato (Duffy, 2017).

Con riguardo al mercato venture capital inglese, particolare attenzione merita il settore *tech*, ovvero quel mercato che riguarda le tecnologie innovative, il quale ha stabilito un nuovo record in termini di investimenti.

Nonostante le incertezze connesse alla Brexit, gli investitori non sembrano aver perso l'interesse nei confronti delle imprese tecnologiche, dato che gli investimenti venture capital in questo settore nel 2017 hanno raggiunto un traguardo impressionante; le imprese *tech* stabilite nel Regno Unito hanno attirato circa 3.4 miliardi di euro, che corrispondono a quasi il doppio di quanto era stato raccolto da quest'industria *tech* nel 2016, il cui totale ammontava circa 1.85 miliardi di euro (Stanfill, 2018). Durante il 2017, solo a Londra sono stati raccolti circa 2.8 miliardi di euro, che contano il 90% del totale degli investimenti *tech* nel territorio inglese (Stanfill, 2018).

Nel 2017, gli accordi di finanziamento più importanti sono stati ottenuti dai seguenti player:

- Improbable, società tecnologica britannica che concentra il proprio business su simulazioni cloud, creando mondi virtuali di dimensioni e complessità senza precedenti, la quale ha ottenuto un finanziamento di 391 milioni di sterline da Softbank Capital Partner;
- Deliveroo, piattaforma online disponibile come applicazione di consegne a domicilio da ristoranti, fast food, etc. che ha totalizzato un finanziamento complessivo di 364 milioni di sterline;
- Truphone, provider di servizi per le telecomunicazioni in Inghilterra, finanziato per 255 milioni di sterline.

Le imprese leader del settore *tech*, con riferimento ai finanziamenti ottenuti, sono quelle di matrice *FinTech*. Solo questo settore ha raccolto un totale di finanziamenti pari a 1.34 miliardi di sterline nel 2017 (Stanfill, 2018). Secondo BVCA, le imprese innovative del settore più rilevanti, su cui sono stati investiti maggiori quantità di capitale l'anno passato, sono TransferWise, provider di un servizio di transazioni finanziarie low-cost, Funding Circle, fornitrice, a sua volta, di finanziamenti tra le 5 – 500 mila sterline e Monzo, un'innovativa piattaforma bancaria, le quali hanno rispettivamente ottenuto 211, 82 e 71 milioni di sterline (Prosser, 2018).

La forte attività riscontrata nel mercato *FinTech* nel 2017, è stata parzialmente dovuta, come già spiegato, alla promettente crescita delle imprese di questo settore, le quali crescono prosperamente grazie all'ambiente in cui si sviluppano, finanziariamente da ormai molti anni consolidato, e con una regolamentazione nazionale che consente ampi margini di manovra, in maniera rapida ed efficace.

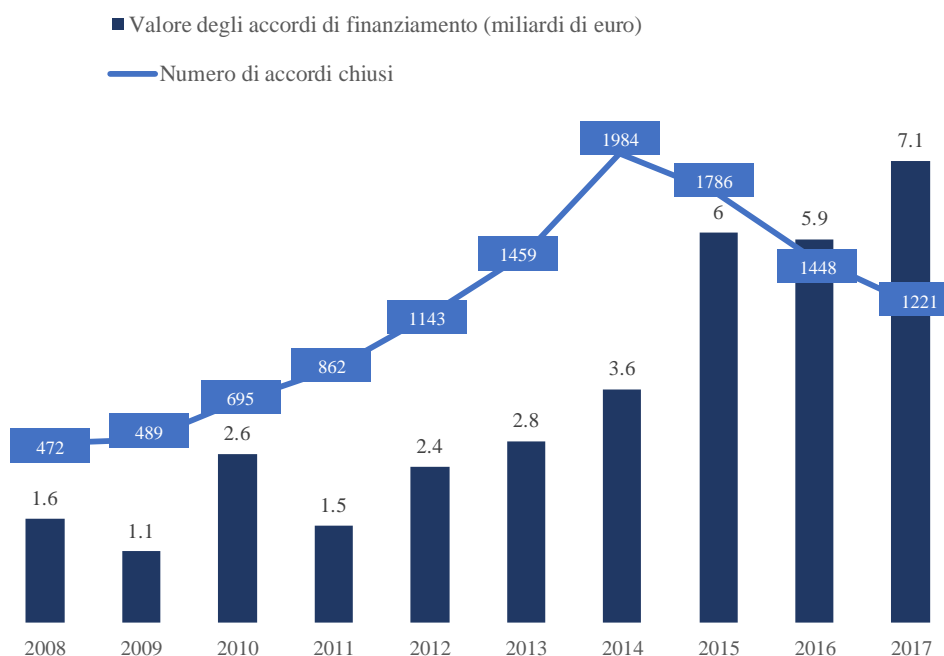


Grafico 1: Accordi di finanziamento nel mercato venture capital in Regno Unito e Irlanda (Stanfill, 2018)

Nella regione menzionata nel grafico 1, durante il 2017 sono stati chiusi 1221 accordi di finanziamento a carattere venture capital, e come si può notare dalla figura, nonostante sia riconoscibile un declino nel numero di accordi portati a termine, il valore complessivo di tali accordi è cresciuto e di molto, raggiungendo quota 7.1 miliardi di euro. Di questi 7.1 miliardi di euro, circa 4 miliardi di euro è il volume delle transazioni chiuse nel Regno Unito, i rimanenti 3.1 miliardi di euro circa fanno riferimento al territorio irlandese (Stanfill, 2018). È, quindi, riscontrabile un trend costante nel volume di investimento estratto nel 2016 e 2017, con riferimento al Regno Unito.

I dati internazionali confermano che il Regno Unito resta la destinazione europea preferita per i *venture capitalist* (Prosser, 2018). Aziende con sede in Gran Bretagna e Irlanda hanno attirato investimenti pari al 60% di quanto sia stato investito complessivamente in Europa nel 2017 (Wijngaarde, 2018). Questi volumi di investimento concessi alle start-up, e ad ogni altra tipologia di business di matrice venture capital inglese, possono essere spiegati dai vari incoraggiamenti offerti dal governo, che hanno successivamente contribuito a potenziare l'ecosistema imprenditoriale.

Infatti, nel Regno Unito, gli *angel investors* possono usufruire di diverse tipologie di agevolazioni fiscali, come discusso nel capitolo 2.

Estrema importanza per il posizionamento competitivo dell'industria venture capital inglese, rappresenta il programma di supporto al venture capital della British Business Bank, *l'Enterprise Capital Funds Programme*, il quale combina denaro privato e pubblico per effettuare investimenti in capitali di business che presentano margini di crescita elevata. Il programma prevede di impegnare capitale finanziario in 26 fondi con sede nel Regno Unito, incoraggiando i portfolio manager dei fondi venture capital, ad investire in business che stanno maturando, ed è finalizzato principalmente a facilitare i finanziamenti di circa 400 piccole-medie imprese. Secondo i dati di fine dicembre 2017 messi a disposizione dalla British Business Bank, oltre 1 miliardo di sterline è stato impegnato tramite questo programma di investimento.

3.3 Gli investitori più importanti del Regno Unito

Questo paragrafo prende in considerazione quali sono i fondi ed i *trust* istituzionali più rilevanti in termini di risorse di capitale impegnate nel mercato venture capital del Regno Unito. Fra i più importanti investitori nel venture capital inglese vi è l'European Investment Fund, *partnership* pubblica e privata con una base di capitale pari a 10 miliardi di euro, nonché sussidiaria della European Investment Bank. Il Fondo Europeo per gli Investimenti, ha impegnato circa 2 miliardi di euro ai fondi ed imprese venture capital situate nel Regno Unito (Ghosh, 2017). Inoltre, quest'entità si occupa di provvedere finanziamenti per le start-up altamente innovative, oltre a piccole e medie imprese presenti in Europa. Ulteriormente, il Fondo Europeo per gli Investimenti rilascia garanzie alle banche che forniscono prestiti a medio e lungo termine alle piccole-medie imprese. Questo lavoro è importante in quanto vi è un alto grado di rischio nell'offrire prestiti a questa tipologia di imprese, dal momento che hanno probabilità maggiori di non riuscire a ripagare i loro prestiti rispetto alle imprese già consolidate. Con riguardo a ciò, nel maggio 2016, l'European Investment Fund e la British Business Bank hanno firmato l'*InnovFin Agreement*, un accordo che consente alla British Business Bank di provvedere garanzie sui prestiti bancari concessi ad imprese innovative nel Regno Unito, facendole accedere ad un ulteriore importante fonte di finanziamento.

In termini quantitativi, il supporto finanziario concesso dall'Unione Europea si suppone generi un portafoglio complessivo di prestiti pari a circa 38 milioni di euro. Questo accordo riflette l'impegno da parte delle istituzioni europee nel sostenere business britannici in fase d'avvio, accelerando le concessioni dei prestiti e garantendo transazioni capaci di potenziare e

far crescere il mercato del lavoro europeo. Tuttavia, la situazione attuale rischia di cambiare clamorosamente dal prossimo 29 marzo 2019, giorno in cui scatterà l'ufficializzazione dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, confermata dall'attuale Primo Ministro britannico Theresa May. Le potenziali conseguenze sul mercato nazionale del venture capital, e della specifica partnership che vi è fra la banca di sviluppo economico inglese, ed il Fondo Europeo per gli Investimenti, verranno trattate nel capitolo successivo.

Una ricerca condotta da CB insights¹⁶ ha messo in evidenza i fondi venture capital europei più importanti nel mercato. Fra questi, la stragrande maggioranza è di origine inglese, e di questa lista, che descrive i 22 fondi più rilevanti, verranno discussi tre fondi inglesi, al fine di capire come operano i player di maggior rilievo nel mercato britannico e quali interessanti aziende emergenti possiedono e gestiscono nei loro portfolio, ormai sempre più diversificati da un punto di vista settoriale. Tali fondi sono Scottish Equity Partners, Business Growth Fund e Regional Growth Fund (Donadio, 2016).

Scottish Equity Partners (SEP) supporta le migliori aziende emergenti in ambito tecnologico nel Regno Unito e spazia anche nell'healthcare ed energia (Donadio, 2016). Il suo portfolio attuale include la piattaforma di *social analytics*, Socialbro e la piattaforma online di apprendimento delle lingue, Babbel.

Nel suo percorso storico di investimenti ha sostenuto più di 150 realtà imprenditoriali.

Nel 2007, il fondo è stato azionista di maggioranza di Skyscanner, investendo 2.5 milioni di sterline e guidando, da un punto di vista strategico, la piattaforma di ricerche di voli aerei a raggiungere risultati importanti. Dal momento dell'investimento iniziale, Skyscanner è passata da generare meno un milione di sterline di ricavi nel 2007, a circa 120 milioni di sterline nel 2015. Inoltre, il fondo ha affiancato Skyscanner durante l'acquisizione da parte di Ctrip, provider di servizi di viaggio online leader del mercato cinese, operazione che si è conclusa con un prezzo di acquisizione pari a circa 1.5 miliardi di sterline (Price, 2016).

L'*asset under management*¹⁷ di SEP ammonta a circa un miliardo di sterline.

Generalmente, il fondo attua investimenti fino da 25 milioni di sterline per target.

Business Growth Fund (BGF) supporta essenzialmente aziende in fase d'avvio e crescita, in fase di sviluppo e imprese quotate nei settori dell'edilizia, healthcare e IT (Donadio, 2016).

Oltre al classico finanziamento in fase iniziale, il fondo ha offerto circa 350 milioni di sterline

¹⁶ CB insights: piattaforma di machine intelligence che raccoglie i dati di ogni investimento di società private equity e venture capital.

¹⁷ *Asset under management*: misura il valore di mercato complessivo di tutte le attività finanziarie che un istituto finanziario come un fondo comune, società di venture capital o società di brokeraggio gestisce.

come *follow-on funding*, ovvero l'approvvigionamento di capitali finanziari quando l'impresa in cui si investe è collocabile in uno stadio di sviluppo operativo avanzato.

È riconosciuto come il fondo venture capital più attivo in piccole-medie imprese nel perimetro che comprende Regno Unito e Irlanda. Generalmente, effettua investimenti iniziali tra 1 e 10 milioni di sterline in cambio di partecipazioni di minoranza nell'ente target.

L'*asset under management* del fondo ammonta a circa 2.5 miliardi di sterline. Storicamente, ha attuato investimenti in circa 220 imprese emergenti, investendo un ammontare di capitale complessivo pari a 1.4 miliardi di sterline. Da un punto di vista geografico, il 73% degli investimenti del fondo si concentra a Londra e dintorni.

Regional Growth Fund (RGF) è un'iniziativa del governo inglese volta ad aiutare i business emergenti del Regno Unito tramite finanziamenti venture capital (Donadio, 2016).

L'*asset under management* del fondo ammonta a circa 3.2 miliardi di sterline e approssimativamente 2.7 miliardi di sterline sono stati investiti in Inghilterra.

Come dichiarato nell'*Annual monitoring report 2014 – 2015*, il fondo si aspetta di creare e salvaguardare 270,000 posti di lavoro entro il 2020.

La creazione di posti di lavoro è uno degli obiettivi principali del *business model* del fondo. Emblematico è il caso che riguarda il finanziamento operato nel 2012 verso Bentley Motors, la famosa casa automobilistica. Complessivamente, il fondo regionale per la crescita ha investito 4.7 milioni di sterline per la casa produttrice britannica di auto di lusso, di cui 3 milioni sono stati utilizzati da Bentley per portare avanti un progetto di sviluppo che si pone di realizzare nuove tipologie di motori e trasmissioni, per poter aumentare la quota di mercato oltreoceano. I rimanenti 1.7 milioni di sterline, sono invece stati investiti per fornire supporto nell'inserimento di nuovo staff e garantire abilità lavorative competitive a livello globale.

Questo finanziamento ha portato alla creazione di circa 500 nuovi posti di lavoro.

Sono molti altri i business case che coinvolgono questo fondo istituzionale britannico, come promotore attivo del mercato del lavoro. Un altro che vale la pena discutere riguarda Airbus, secondo costruttore mondiale di velivoli dopo Boeing. Regional Growth Fund ha investito 1.4 milioni di sterline in Airbus per supportare un programma di training per ingegneri specialisti. Grazie a questo finanziamento, Airbus è stato in grado di creare 200 nuovi posti di lavoro.

Altro player di grande rilievo nel contesto del mercato dei capitali inglesi è il venture capital trust più grande del Regno Unito, Octopus Titan¹⁸. Questo *trust* comprende nel suo portfolio circa 50 imprese finanziate nella fase d'avvio, provenienti da una vasta gamma di settori.

¹⁸ Octopus Titan: venture capital trust fondato nel febbraio del 2000, attualmente gestisce un capitale di circa 7.8 miliardi di sterline.

La gestione di un portafoglio di queste dimensioni, offre all'investitore maggiore fiducia perché se una qualsiasi delle società in portafoglio fallisce, le altre partecipazioni possono compensare questa perdita. Inoltre, come affermato nel capitolo 2, un investitore può richiedere fino al 30% di esenzione dall'imposta sul reddito dell'importo investito in ciascun anno fiscale, purché detenga le azioni per almeno cinque anni.

Octopus Titan ha accumulato un totale di capitali nel 2018 pari a 200 milioni di sterline, dimostrando che la domanda per investimenti efficienti da un punto di vista fiscale, garantiti da business nella fase di avvio, è in netta crescita. Il gruppo detiene capitali per un totale complessivo che si aggira attorno ai nove miliardi di euro (Beioley, 2018).

3.4 Posizionamento nel mercato europeo

Questo paragrafo analizza il mercato venture capital inglese, comparandolo agli altri Stati Membri dell'Unione Europea, utilizzando diversi benchmark per capire quanto sia rilevante la sua posizione ed il suo sviluppo, nel palcoscenico europeo.

Inoltre, verranno messi in evidenza i potenziali accordi di disinvestimento che riguardano le società con valore attuale di mercato che supera il miliardo di euro, supportate da *venture capitalist*, con sede legale a Londra.

Il primo indicatore macroeconomico utilizzato per avere un inquadramento su quanto il venture capital conti per l'economia britannica è spiegato dal grafico 2.

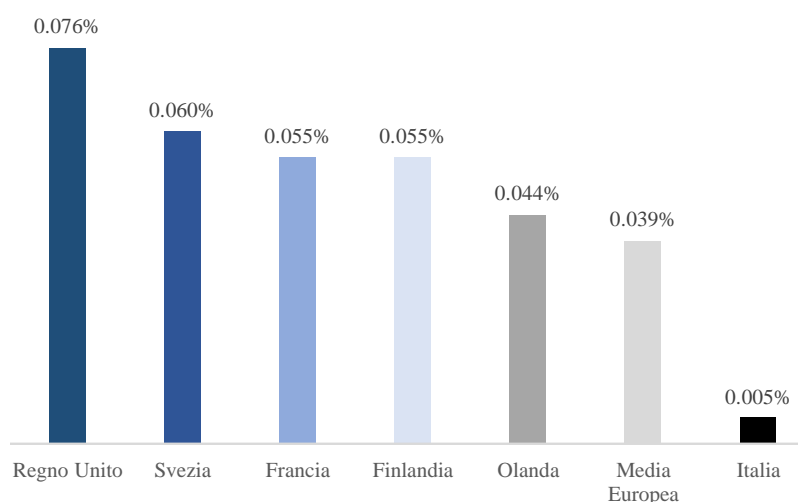


Grafico 2: Investimenti venture capital come percentuale del PIL (Mueller, 2018)

Il Regno Unito risulta essere la nazione europea che mostra la percentuale maggiore di investimenti venture capital in rapporto al PIL nazionale (Mueller, 2018).

Anche questo dato chiarifica la distanza che sussiste fra il Regno Unito e l'Italia, in termini di

investimenti sul capitale di rischio in imprese innovative ed emergenti. Gli investimenti effettuati in Italia sull'industria venture capital ammontano allo 0.005% del PIL nazionale, mentre il Regno Unito, leader europeo, investe in venture capital un ammontare pari allo 0.076% del PIL. Seguono la Svezia e Francia con investimenti che, in rapporto al PIL, risultano essere rispettivamente pari allo 0.060% e 0.055%. Stessa percentuale della Francia è stata attribuita alla Finlandia. La media degli investimenti europei nel venture capital in rapporto al PIL è pari allo 0.039% (Mueller, 2018).

Un'altra ricerca, pubblicata da Dealroom¹⁹ a maggio 2018, finalizzata a spiegare i flussi d'investimento venture capital europei, ha messo in luce il Regno Unito per quanto riguarda l'apporto che l'industria venture capital interna fornisce agli Stati Membri dell'Unione Europea. È emerso che nel 2017 il Regno Unito, in qualità di nazione europea, risulta essere la più importante fonte di venture capital per quanto riguarda gli altri Paesi Membri. Infatti, come conferma il numero totale di investimenti effettuati da generici *venture capitalist* europei, verso altri Paesi dell'Unione, la Gran Bretagna è leader assoluto, con 229 *round*²⁰ conclusi verso start-up o istituzioni venture capital europee. A seguire, la Germania con 140 investimenti oltre confine, la Francia (86), Svizzera (69), Svezia (59), Olanda (50) e Spagna (27). Il flusso dei *round* d'investimento da parte dei Paesi europei, condotti oltre i loro confini, è illustrato nel grafico 3.

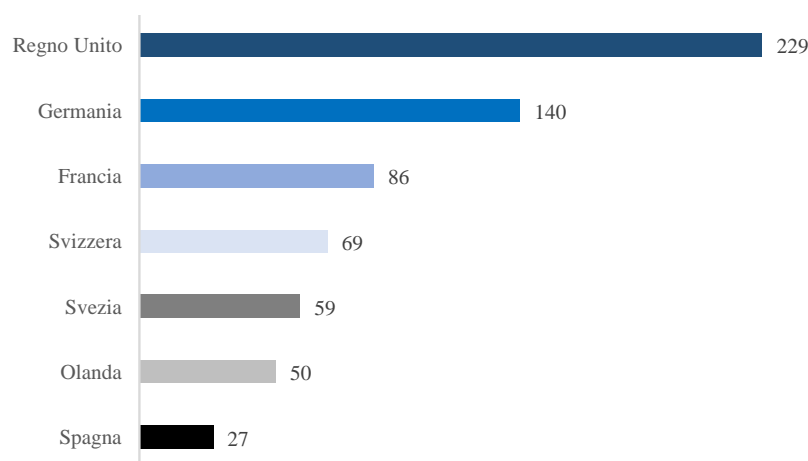


Grafico 3: Numero dei round d'investimento venture capital oltre confine nell'UE (Dealroom.co, 2018)

Dal punto di vista dei finanziamenti, un dato rilevante riguarda le radici di provenienza dei maggiori investitori del venture capital del Regno Unito.

I maggiori finanziatori extra europei di venture capital hanno sede segale nel 26% dei casi

¹⁹ Dealroom: piattaforma che raccoglie dati sull'industria venture capital internazionale.

²⁰ *Venture round*: finanziamento attraverso il quale le start-up ottengono investimenti, in genere da venture capitalist e vari investitori istituzionali.

negli Stati Uniti d'America, mentre il 13% risiede in Asia.

Complessivamente, il Regno Unito conta il 22% dei finanziamenti erogati al venture capital europeo. Di conseguenza, gli USA e il Regno Unito rappresentano circa metà del totale dei capitali investiti nel venture capital europeo.

Asia e USA stanno concentrando i loro sforzi economici, inerenti il venture capital, principalmente nel Regno Unito. A confermarlo è nuovamente la piattaforma di ricerca Dealroom.co, secondo cui il 20% dei finanziamenti provenienti dagli Stati Uniti d'America è rivolto all'industria venture capital inglese, mentre il 7% dei investimenti nel venture capital britannico deriva da investitori istituzionali con sede legale in Asia.

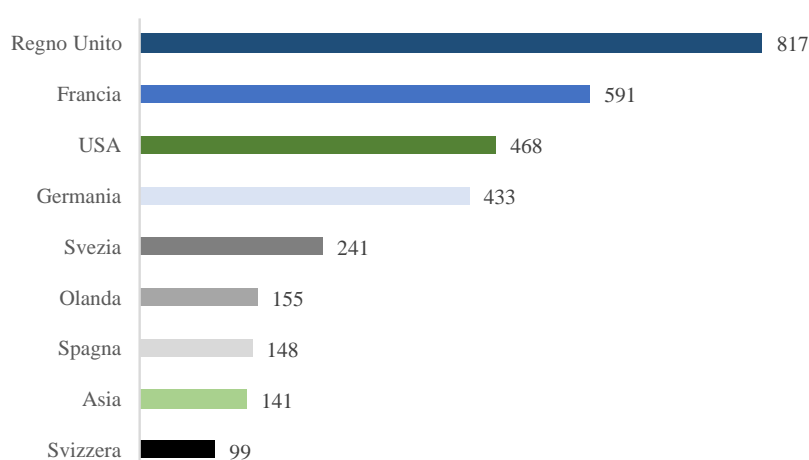


Grafico 4: Numero dei venture round investiti in Europa (Dealroom.co, 2018)

Il grafico 4 illustra il numero di investimenti effettuati dai vari *venture capitalist*, raggruppati per regione di provenienza, nell'industria europea in generale (per le regioni europee sono compresi investimenti interni e oltre confine).

Secondo un report pubblicato da Dealroom ad aprile 2018, che analizza gli *exit deal* più rilevanti nel venture capital internazionale, il Regno Unito, attualmente, si prevede che sia in procinto di chiudere un numero totale di accordi di disinvestimento per un totale di circa 17 miliardi di euro. Tra i c.d. unicorni, le cui porzioni societarie maggioritarie si prevede verranno vendute dai vari *venture capitalist*, sono presenti diverse società con quartiere generale localizzato a Londra, elencate qui sotto, con affianco la relativa valutazione di mercato:

- ♦ Farfetch – 4 miliardi di euro; è una piattaforma di vendita al dettaglio online che vende prodotti da oltre 700 boutique e marchi di tutto il mondo.

JD.com, il secondo più grande sito e-commerce cinese dopo Alibaba, ha investito 397 milioni di dollari in Farfetch, diventando uno degli azionisti di maggioranza (Shu, 2017).

- ♦ Deliveroo – 2 miliardi di euro; applicazione di consegne a domicilio.
- ♦ MarketInvoice – 1.5 miliardi di euro; è un intermediario finanziario aziendale, che consente alle imprese di vendere le loro fatture non pagate, al fine di fornire capitale circolante. L'obiettivo della società è raggiungere prestiti per un totale di 3 miliardi di sterline entro la fine del 2018.
- ♦ Funding Circle – 1 miliardo di euro; è una società di prestito peer-to-peer che consente agli investitori di prestare denaro direttamente alle piccole e medie imprese. Offre prestiti non collateralizzati, per un ammontare compreso tra le 5 e 500 mila sterline.

Come è stato spiegato, risulta essere chiaro che il Regno Unito rappresenti il leader europeo del venture capital, sotto diversi punti vista. Tuttavia, la Gran Bretagna sta perdendo terreno per ciò che concerne il numero di investimenti supportati dall'industria venture capital. Sempre la piattaforma di ricerca Dealroom.co mostra che il Regno Unito è stato superato dalla Francia nella raccolta fondi durante il 2017 (Scott, 2017).

Questo sorpasso storico è mostrato nel grafico 5, che compara il numero di investimenti venture capital portati avanti da Francia e Regno Unito lungo il periodo 2013 – 2017.

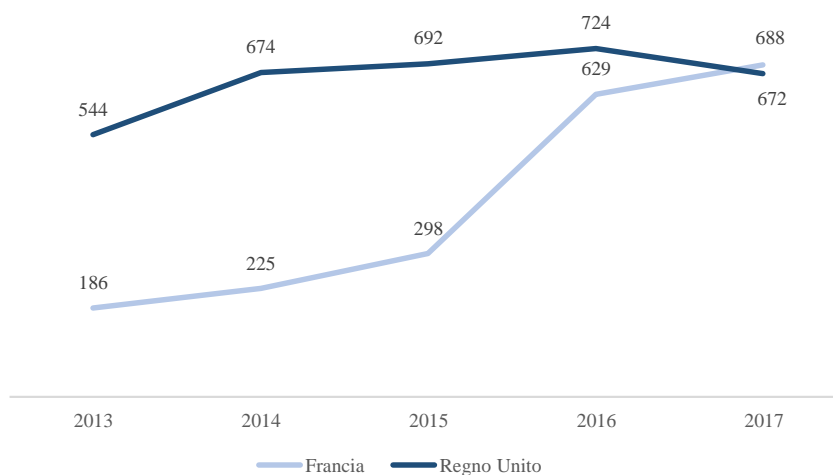


Grafico 5: Francia e Regno Unito a confronto sul numero di investimenti venture capital (Dealroom, 2017)

Tale potenziale cambio di guardia nell'industria tecnologica europea coincide con la possibile chiusura dei finanziamenti, verso i fondi venture capital britannici, da parte del Fondo Europeo per gli Investimenti, uno dei principali investitori istituzionali dell'industria (Scott, 2017).

Il prossimo capitolo cercherà di spiegare sinteticamente quali possono essere le conseguenze della Brexit, una volta che questa sarà ufficializzata il 29 marzo 2019, sull'industria venture capital britannica. Sarà analizzato il possibile scenario, tenendo in considerazione le più importanti relazioni economiche che caratterizzano l'industria inglese, con particolare attenzione a quella con il Fondo Europeo per gli Investimenti.

CAP 4 – Scenario del venture capital inglese post-Brexit

4.1 L'impatto economico della Brexit sull'industria

Ogni quadrimestre, BVCA spedisce ai propri membri il *BVCA journal*, così da tenere aggiornati i propri partner sugli sviluppi del mercato nazionale ed internazionale dei capitali finanziari. Inoltre, BVCA ha appena lanciato una guida pivotale per quelli che saranno gli scenari del mercato inglese futuri, ovvero un notiziario mensile sulle novità che riguardano la Brexit e la sua potenziale incidenza sul mercato degli investimenti britannico.

L'industria venture capital inglese sta attraversando una fase di trasformazione dovuta a quest'incertezza geopolitica. Il direttore generale di BVCA, Tim Hames, ha recentemente affermato che, al di là dell'incertezza politica, l'industria dei fondi di investimento nel capitale di rischio nel territorio anglosassone non dovrebbe subire particolari conseguenze, momentaneamente non si sono registrati cambiamenti, tutto procede regolarmente e l'industria dovrebbe rimanere robusta, nonostante l'esito del Referendum del 23 giugno 2016. Tuttavia, Hames pone un interrogativo problematico:

“Se un'impresa conduce il proprio business in Europa e opera dal Regno Unito, sarà facile per quest'azienda assumere un professionista italiano nel 2022 come lo era nel 2015? Se così non sarà, questo rappresenterà un problema serio per il Paese”.

Hames conclude affermando che molto dipenderà dal Governo, cui spetta il ruolo di assicurare agilità e diplomazia durante la fase di negoziazione, e di assicurare che il Regno Unito resti un posto in cui gli imprenditori vogliano sviluppare attività, indipendentemente dall'appartenenza all'Unione Europea.

Gli obiettivi stabiliti da BVCA, quale fondamentale promotore di crescita e innovazione nazionale, sono chiari e ben definiti, sul tema degli scenari possibili post-Brexit:

- ♦ continuare ad attrarre professionisti ed imprenditori altamente qualificati;
- ♦ continuo finanziamento per i fondi venture britannici, con la cooperazione della British Business Bank;
- ♦ assicurare che gli investitori europei abbiano ancora facile accesso alle aziende inglesi;

In riferimento a quanto preventivamente affermato, è opportuno citare alcuni sviluppi burocratici importanti riguardo la scossa geopolitica scatenata dalla Brexit, perché Michael Collins, CEO di Invest Europe, ha inviato una lettera indirizzata alla Commissione Europea il

12 marzo 2018, precisamente al Sig. Michel Barnier²¹, con oggetto il periodo di transizione ed il relativo impatto che la Brexit avrà nel mercato private equity-venture capital.

L'associazione, che rappresenta il mercato private equity e venture capital europeo, ha richiesto chiarezza a livello legale, in modo da implementare una strategia di lungo termine per l'industria e preparare gli investitori istituzionali a quello che avverrà dopo il 29 marzo 2019, data che corrisponde all'addio ufficiale del Regno Unito dall'Unione Europea (Collins, 2018).

Una settimana dopo l'invio di questa lettera da parte di Invest Europe, è stato confermato pubblicamente che l'Unione Europea ha raggiunto un accordo temporaneo con la Gran Bretagna, per quanto riguarda tale periodo di transizione (Colson e Payne, 2018). Un articolo pubblicato da BBC News lo scorso 19 marzo, spiega quali sono gli aspetti chiave dell'accordo annunciato a Bruxelles sono i seguenti:

- il periodo di transizione durerà dal giorno Brexit del 29 marzo 2019 al 31 dicembre 2020;
- I cittadini dell'UE che arrivano nel Regno Unito, tra queste due date, godranno degli stessi diritti e garanzie di coloro che sono arrivati in Gran Bretagna prima della Brexit. Lo stesso vale per gli espatriati del Regno Unito nel continente europeo.
- il Regno Unito sarà in grado di negoziare, firmare e ratificare i propri accordi commerciali durante il periodo di transizione;
- il Regno Unito farà ancora parte degli accordi commerciali esistenti con altri paesi dell'UE.

I recenti sviluppi geopolitici che stanno colpendo la Gran Bretagna, possono scaturire una fuga di capitali, dovuta alla grande instabilità che questo evento ha portato con sé.

Tali considerazioni, potrebbero far dubitare che Londra resti la capitale della finanza globale. Tuttavia, questa caratteristica economico-finanziaria del Regno Unito è confermata dal Global Financial Centres Index, la quale rappresenta una classifica della competitività dei centri finanziari, realizzata dalla combinazione di oltre 100 indici della Banca Mondiale, dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e l'unità d'intelligence del giornale Economist.

²¹ Michel Bernard Barnier: è un politico francese che ricopre il ruolo di capo negoziatore europeo per il Regno Unito in merito all'uscita dall'Unione Europea. Ha assunto questa carica dal dicembre 2016.

Questo ranking, pubblicato il 26 marzo 2018, sostiene che Londra resti il centro finanziario più rilevante al mondo, seguita da New York e Hong Kong, considerando i seguenti indicatori di performance:

- ♦ *business environment*;
- ♦ risorse umane;
- ♦ infrastrutture;
- ♦ sviluppo del settore finanziario;
- ♦ reputazione internazionale.

4.2 Effetti sugli investimenti diretti esteri

Lo storico innesco dell'articolo 50 del Trattato sull'Unione Europea, inerente il recesso dall'Unione da parte del Regno Unito, ha attivato una serie di processi che determineranno quale sarà il futuro dell'isola britannica. È previsto che i cambiamenti nelle leggi inglesi possano riflettersi sugli investimenti diretti esteri nel Regno Unito, influenzando negativamente gli investimenti da parte di Stati membri dell'Unione Europea (Macchi di Cellere e Covolan, 2017).

Un *foreign direct investment* (FDI) include la creazione di nuove filiali estere, l'allargamento di stabilimenti esistenti o l'acquisizione di imprese locali. La Gran Bretagna, dato il suo stabile ed efficiente sistema regolatorio, un mercato nazionale del lavoro flessibile, e forza lavoro altamente specializzata, ha sempre costituito un ottimo punto di riferimento per gli investimenti diretti esteri. Inoltre, nel Regno Unito non c'è alcuna particolare restrizione nei confronti di questa tipologia di investimenti: da un punto di vista legale, le aziende estere vengono trattate come fossero nazionali, fornendo la possibilità di intraprendere tutte le attività economiche disponibili (Macchi di Cellere e Covolan, 2017).

Diversi cambiamenti legislativi influenzeranno gli investimenti diretti esteri. Il mercato dei capitali finanziari inglese non sarà più soggetto alla legislazione europea; di conseguenza, sarà necessario lo stabilimento di una specifica regolamentazione domestica come rimpiazzo. Fattori addizionali che comporteranno un incremento dell'instabilità per quelle entità che intendono sviluppare il proprio business nel Regno Unito sono le seguenti dinamiche:

- ♦ il Regno Unito potrebbe perdere i benefici e privilegi garantiti dalle cosiddette *four freedoms*, che sono la possibilità di eliminare le tariffe sui beni, la libertà di vendere servizi nell'Unione Europea, leggi mirate ad armonizzare l'export, standard regolatori e di qualità del prodotto minimi.

Il risultato potrebbe significare che un business straniero, in procinto di avviare la propria attività nel Regno Unito, dovrà adeguarsi a diversi sistemi legali, aumentando i tempi della fase di avvio (Macchi di Cellere e Covolan, 2017);

- ♦ il Regno Unito potrebbe non essere più soggetto alle leggi che regolano la competizione nell'Unione Europea (Macchi di Cellere e Covolan, 2017);
- ♦ in termini di imposte indirette, il Regno Unito non sarà più soggetto al regime intracomunitario del VAT (*Value-Added Tax*), cioè il Paese non potrà continuare a contare sul sistema dei rimborsi sotto la Direttiva 2008/9/CE, la quale abilita i business che incorrono in spese soggette al VAT, ai recuperi (Macchi di Cellere e Covolan, 2017);
- ♦ la Gran Bretagna vedrà ridotta la propria libertà di movimento sul mercato del lavoro, perché cambieranno i termini di trasferimento dei lavoratori, ci sarà meno protezione per gli agenti di commercio, e incomberanno divergenze in tema protezione dei dati e privacy, sostenibilità ambientale e sicurezza con l'UE (Macchi di Cellere e Covolan, 2017);
- ♦ nonostante il governo inglese e BVCA abbiano promesso di cercare di ottenere il miglior risultato possibile durante le negoziazioni con l'Unione, è inevitabile che la legislazione nazionale dovrà cambiare con rischio connesso di perdere attrattività nei mercati internazionali (Macchi di Cellere e Covolan, 2017).

4.3 Conseguenze specifiche sul mercato

Gli investitori tecnologici britannici rischiano di essere tagliati fuori dalla più grande fonte europea di finanziamento di venture capital. Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), il quale rappresenta oltre un terzo degli investimenti in fondi di capitale di rischio, con sede nel Regno Unito, sta rallentando la sua attività in Gran Bretagna e potrebbe bloccare i finanziamenti per diversi fondi venture capital inglesi.

Da quando è stato innescato il processo della Brexit, si sono verificati cambiamenti inerenti la facilità e la regolarità con cui i finanziamenti vengono concessi ai fondi residenti in Gran Bretagna (Shubber e Brunnsden, 2017).

Il FEI è un importante sostenitore del venture capital britannico; ha investito tra il 2011 ed il 2015 circa 2.3 miliardi di euro in 144 fondi venture capital inglesi. Molte speranze dell'industria sono affidate British Business Bank, affinché questa possa colmare la possibile carenza di investimenti post-Brexit da parte del FEI.

Tuttavia, nonostante queste indiscrezioni, gli investimenti nel Regno Unito in start-up sono più alti di prima del referendum, al contrario di quanto le previsioni sull'industria hanno dichiarato (Ghosh, 2018). A confermarlo è una ricerca di Gil Dibner²², secondo cui, appunto, ci sono stati più investimenti in start-up britanniche dopo il referendum di giugno 2016 che preventivamente. Dibner ha riscontrato un totale di 69 accordi chiusi per trimestre, post-Brexit, mentre pre-Brexit sono stati concordati 45 accordi per trimestre. Inoltre, le start-up hanno raccolto più fondi successivamente all'esito del referendum, totalizzando circa 739 milioni di sterline per trimestre contro i circa 605 milioni di sterline raccolti pre-Brexit (Ghosh, 2018).

E come discusso nel capitolo precedente, è il Regno Unito che raccoglie più venture capital di qualsiasi altra nazione europea. I motivi per cui l'analisi condotta da Dibner suscita interesse non concerne solo il volume totale di capitali raccolti, informazione che può essere distorta dai c.d. *mega-deals* citati nel capitolo 3, che riguardano i finanziamenti concessi ad Improbable, Deliveroo e Truphone. La ragione che giustifica perché i risultati di questa ricerca sono interessanti, riguarda il fatto che, un aumento del numero di accordi chiusi, sta a significare che il mercato dei capitali finanziari è ancora confidente nel venture capital britannico, nonostante la futura uscita dall'Europa (Ghosh, 2018).

Comunque, questo non chiarifica quali possano essere gli effetti reali nel lungo periodo dell'uscita dall'UE. Tuttavia, è certo che la Brexit comporterà diversi rallentamenti nella concessione dei finanziamenti provenienti dall'Unione. Il fatto che il Fondo Europeo per gli Investimenti stia iniziando a bloccare diversi accordi, sta facendo preoccupare i business attivi nel territorio, in particolare coloro che beneficiano di questi finanziamenti.

Di conseguenza, il governo inglese ed i leader di mercato, nonché BVCA in qualità di rappresentante nazionale del mercato private equity, dovranno formulare delle strategie per fare in modo che il Regno Unito sia in grado di mantenere il primato europeo nel venture capital.

4.4 La relazione economica con il Fondo Europeo per gli Investimenti

TechUK, rappresentante dell'industria *tech* nel Regno Unito, ha pubblicato un *paper* intitolato *Breaking the Brexit Bank*, attraverso il quale sono espresse diverse considerazioni sul perché la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) ed il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), non dovrebbero escludere il Regno Unito dagli accordi di finanziamento.

²² Gil Dibner: è un investitore attivo di tecnologia *early stage*, focalizzato sulle società tecnologiche israeliane ed europee.

Essenzialmente, questo documento vuole dimostrare perché queste istituzioni sono fondamentali nel sostenimento dell'industria tecnologica inglese.

La British Business Bank (BBB), come risorsa nazionale per la tecnologia del Regno Unito, non riuscirebbe, nel breve termine, a sostituire il FEI, post-Brexit.

La ragione è data dal fatto che la BBB non è in grado di garantire la diversificazione del portfolio e la portata di capitali del FEI. Di conseguenza, potrebbe essere difficile mobilitare gli stessi rapporti di investimento privati nel Regno Unito, attualmente in vigore con il FEI.

Il comitato direttivo della BEI è composto esclusivamente da Stati membri, ciascuno dei quali detiene azioni proprie della banca. Il contributo del Regno Unito è del 16%, pari a circa 10.2 miliardi di euro. Un possibile scenario post-Brexit, salvo vengano trovati accordi durante le negoziazioni tra il governo inglese e l'UE, potrebbe essere che il Regno Unito non abbia più il diritto di essere un azionista della banca, dato che la BEI è governata sulla base dei Trattati sull'Unione Europea (Greene, 2017).

È da sottolineare il fatto che la BEI necessiterebbe di un lungo arco temporale per ripagare completamente le attività del Regno Unito, ed è improbabile che il governo inglese possa rapidamente sostituire la capacità di investimento della BEI, attraverso la British Business Bank o altri meccanismi che coinvolgono partnership private e pubbliche. Quindi, se l'esclusione dovesse concretizzarsi, potrebbe ritardare, in modo significativo, progetti infrastrutturali che necessitano di sostegno finanziario a breve e medio termine.

Il venture capital del Regno Unito, leader in Europa, beneficia della *partnership* con il FEI, il quale ha garantito sinora importanti iniezioni di capitale nell'industria. Poiché la BEI rappresenta il principale azionista del FEI, le due istituzioni risultano essere reciprocamente vantaggiose e, allo stesso tempo, fondamentali per il venture capital nel Regno Unito.

Di conseguenza, l'ecosistema dell'innovazione inglese sarebbe nettamente svantaggiato dall'esclusione del Regno Unito fra gli azionisti della Banca Europea per gli Investimenti.

Conclusioni

Con questo approfondimento, è stata messa in evidenza la rilevanza del mercato venture capital per una qualsiasi economia nazionale. Un sistema economico può aspettarsi di crescere nel lungo periodo solo se sta costantemente innovando e puntando all'efficienza e sul progresso tecnologico (Solow, 1956). Un dato che conferma l'importanza del venture capital per il tessuto imprenditoriale di un paese, riguarda le imprese italiane emergenti analizzate nel periodo 2006 – 2016, le quali, qualora siano supportate dall'industria venture capital, risultano avere performance migliori in termini di ricavi totali e EBITDA, maggiori rispettivamente del 6% e del 4.6%, di tutte quelle aziende non sostenute da *venture capitalist*.

Il Regno Unito, quale leader del mercato venture capital europeo, è stato analizzato da diverse angolature, al fine di cercare di capire le motivazioni che contraddistinguono la Gran Bretagna come ecosistema dell'innovazione più attivo d'Europa.

Sin dalle radici storiche del venture capital, gli investitori inglesi hanno rappresentato un'ancora importante per l'industria. Basti pensare che quando furono costituite le prime associazioni istituzionali europee private equity e venture capital, la maggioranza dei *partner* erano inglesi.

Quest'analisi del venture capital nel Regno Unito ha, inoltre, voluto dimostrare l'entità del contesto inglese in Europa, utilizzando il mercato italiano come benchmark, con lo scopo di comprendere che cosa potrebbe attuare a livello pratico il Bel Paese, per raggiungere livelli di performance comparabili a quelli della Gran Bretagna. Infatti, nel primo capitolo, l'elaborato ha fornito una breve comparazione che fa comprendere quanto l'Italia risulti essere inferiore nello sviluppo e nell'attivismo del mercato venture capital, rispetto al Regno Unito, da un punto di vista innovativo, fiscale e di performance, con riferimento ai risultati ottenuti nel 2017 dalle rispettive attività di investimento.

Da un punto di vista organizzativo, i fondi venture capital risultano avere una struttura organizzativa, a prescindere dal contesto internazionale, pressoché omogenea (Gervasoni e Sattin, 2008). Tuttavia, l'intraprendenza dimostrata dai fondi più importanti del Regno Unito analizzati, non è stata riscontrata nei fondi di investimento venture capital italiani.

Un esempio è il Regional Growth Fund, fondo governativo per il venture capital, cui è stato affidato il ruolo di rafforzare il mercato nazionale del lavoro, potenziando i dipartimenti di ricerca e sviluppo di business del calibro di Bentley ed Airbus.

Veicoli di investimento che in Italia non esistono sono i venture capital trust, società di investimento quotate nel mercato borsistico londinese, le quali gestiscono portfolio di almeno 20 piccole-medie imprese. Queste particolari entità consentono agli investitori privati di avere accesso ad importanti schemi di agevolazione fiscale, che comportano l'ottenimento di sgravi fiscali del 30% sull'ammontare investito, il quale può raggiungere un massimo di 200,000 sterline annuali (Caselli, 2010). Oltre a questo schema specifico per i venture capital trust, ve ne sono altri tre quali l'EIS, SEIS ed il SITR che agevolano fiscalmente i *venture capitalist*, incentivando questi a fornire prezioso supporto alle start-up ed alle imprese in sviluppo dell'economia britannica.

Il Regno Unito, rispetto al 2016, ha registrato un'attività di investimento pressoché identica nel 2017, che si aggira attorno ai 4 miliardi di euro (Stanfill, 2018), piazzandosi ancora come mercato venture capital più attivo in Europa. A livello di volumi di investimento, il Regno Unito è la prima Nazione Europea per capitali venture investiti in rapporto al PIL nazionale. Da un punto di vista geografico, il 20% degli investimenti in attività venture capital britanniche è di origine statunitense, mentre il 7% risulta essere asiatico.

Con riguardo al posizionamento dell'isola britannica nel mercato europeo, la Gran Bretagna è il primo *venture capitalist* per numero di *venture round* non interni, cioè portati avanti verso altri Stati Membri dell'Unione.

La supremazia del venture capital britannico è stata messa in discussione da uno storico sorpasso, in termini di *venture round*, da parte della Francia, la quale nel 2017 ha totalizzato 688 *round* contro i 672 della Gran Bretagna. Questo potenziale cambio di guardia dell'industria, coincide con la possibile esclusione del Regno Unito dai finanziamenti dell'Unione Europea, in particolare dal Fondo Europeo per gli Investimenti, investitore istituzionale di estrema importanza per il venture capital inglese, il quale ha investito tra il 2011 ed il 2015 circa 2.3 miliardi di euro in 144 fondi venture capital inglesi. I motivi di questa probabile esclusione, risiedono in quello che sta accadendo, in termini strategici e geopolitici, con riferimento alla Brexit.

Nonostante l'esito del Referendum del 23 giugno 2016, gli investimenti nel venture capital britannico sono aumentati, in particolare nel settore *tech*. Inoltre, Londra si è confermata essere ancora la capitale finanziaria mondiale, secondo il ranking pubblicato dal Global Financial Centres Index. Non è un caso che, nell'ecosistema inglese dell'innovazione tecnologica, il settore chiave sui cui si siano focalizzati i finanziamenti venture capital recenti sia il *FinTech*. Infatti, tra i c.d. unicorni con sede legale a Londra, vi sono due importanti

realità finanziarie come Funding Circle, che fornisce un servizio di prestito peer-to-peer, e MarketInvoice, la quale consente alle Pmi di vendere le loro fatture non pagate.

Per concludere, nonostante le indiscrezioni sull'esclusione del Regno Unito dalla Banca Europea per gli Investimenti, la posizione del venture capital inglese è comunque rimasta al vertice in Europa. Ulteriormente, non risulta conveniente per entrambe le parti chiudere questa *partnership*, perché significherebbe per la BEI perdere un'azionista di maggioranza, che apporta capitali per circa 10 miliardi di euro; dall'altro lato, il venture capital inglese perderebbe i finanziamenti del Fondo Europeo per gli Investimenti, considerato essenziale per lo sviluppo imprenditoriale del Regno Unito. La speranza dell'industria venture capital inglese è riposta nelle negoziazioni tra le istituzioni inglesi ed europee.

Al momento, il periodo di transizione è stato traslato al 31 dicembre 2020; resta comunque ampia incertezza su quanto possa effettivamente accadere al venture capital britannico, quando la Brexit sarà ufficializzata.

Bibliografia

- Agmon T., Sjorgen S., 2016. *Venture Capital and the Inventive Process, VC Funds for Ideas Led Growth*. Londra: Macmillan Publishers Ltd. 4, 14-19
- ANON., 2018. *The UK and EU agree terms for Brexit transition period*. BBC News, 19 marzo
- Art. 50 dei Trattati sull'Unione Europea
- Balestreri G., 2017. *Facebook in Italia non sarebbe mai nata: senza venture capital si soffocano le startup*. Business Insider Italia, 24 agosto
- Beioley K., 2018. *Investors capped out of pensions push VCTs to record year*. Financial Times, 29 marzo
- British Business Bank, et. al., 2016. *Building momentum in venture capital across Europe*
- BVCA, 2017. *Annual Review 2016/2017 – Funding the future*. Londra
- BVCA, 2018. *Venture Capital Explained*. Londra
- BVCA, Oxford Economics, 2017. *Fuel For The Innovation Nation*. Londra
- Caselli S., 2010. *Private Equity and Venture Capital in Europe – Markets, Techniques and Deals*. Oxford: Elsevier Ltd. 3-5, 65-79, 117-122
- Cimpanelli G., 2015. *Sedici milioni di euro, investimento record per MoneyFarm*. Corriere della Sera, 9 novembre
- Collins M., 2018. *Transition period after Brexit - impact on the private equity industry*. Lettera alla Commissione Europea. Invest Europe, Bruxelles, 12 marzo
- Colson C., Payne A., 2018. *The UK and EU agree a Brexit transition deal after May backs down on Irish border*. Business Insider UK, 19 marzo
- Commissione Europea, 2017. *European Innovation Scoreboard 2017*
- Commissione Venture Capital AIFI, a cura di., 2011. *Libro Bianco – Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*
- Dealroom.co, 2018. *After Spotify, what's next?*. Londra, 23 aprile
- Dealroom.co, 2018. *Fundraising by European venture capital funds*. Londra, 21 settembre
- Dealroom.co, 2018. *Venture capital investment flows in Europe*. Londra, maggio
- Direttiva del Consiglio Europeo 2008/9/CE del 12 febbraio 2008
- Dl. 25 giugno 2008, n. 112
- Donadio G., 2016. *Quali sono i maggiori fondi venture capital europei*. StartupItalia!, 8 giugno

- Duffy S., et. al., 2017. *Venture Capital in the UK. Its vital role in driving growth.* Barclays Bank PLC. Londra
- European Investment Fund, 2016. *Investment Plan for Europe: EIF and British Business Bank sign GBP 30m agreement for innovative businesses*
- Gervasoni A., Sattin, F., 2008. *Private equity e venture capital – manuale di investimento nel capitale di rischio.* IV edizione. Milano: Edizioni Angelo Guerrini e Associati SpA. 27-45
- Ghosh S., 2017. *A £2 billion European investment fund has stopped giving money to UK tech startups because of Brexit.* Business Insider UK, 19 maggio
- Ghosh S., 2018. *Investors are putting more money into UK startups now than before Brexit.* Business Insider UK, 4 gennaio
- Greene M., 2017. *Post-Brexit and the European Investment Bank (EIB).* Global Britain – Business Strategy for Brexit, 13 aprile
- Macchi di Cellere S., Covolan A., 2017. *Tax & Legal issues. Cross-border investments, joint-ventures (JVs) and the Brexit effect UK-Italy.* Londra
- Marconi C., 2018. *Venture capital e startup, 5 numeri per capire dove investe l'Italia.* Wired Italia, 2 marzo
- Ministero dello Sviluppo Economico, 2017. *Relazione Annuale al Parlamento sullo stato d'attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di startup e PMI innovative*
- MoneyFarm SIM SpA, 2015. *Investimento record alla start up italiana del FinTech*
- Mueller C., et. al., 2018. *2017 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments & Divestments.* Invest Europe, Bruxelles, maggio
- Ozcanli O., 2011. *Innovation in Large Companies.* Forbes, 8 gennaio
- Price R., 2016. *A super-quick history of Skyscanner, the Scottish travel startup selling for £1.4 billion.* Business Insider UK, 24 novembre
- Prosser D., 2018. *UK Breaks Tech Investment Record.* Forbes, 5 gennaio
- PWC Advisory SpA, 2018. *L'impatto economico del private equity e del venture capital in Italia*
- Regional Growth Fund, 2015. *Annual monitoring report 2014 – 2015.* Department for business, innovation and skills. Londra
- Reid G. C., 2003. *Venture Capital Investment – An agency analysis of practice.* London: Routledge. XVIII, 16-17
- Scott M., 2017. *Britain falls behind France in venture funding after Brexit.* Politico, 8 novembre

- ♦ Shubber K., Brunsden J., 2017. *UK tech investors face loss of significant funding after Brexit*. Financial Times, 10 maggio
- ♦ Solow R., 1956. *A contribution to the theory of economic growth*. The Quarterly Journal of Economics, 1 febbraio. Volume 70, 65–94
- ♦ Stanfill C., et. al., 2018. *European Venture Report*. Pitchbook Data Inc., Londra
- ♦ TechUK, 2017. *Breaking the Brexit Bank*. Londra, 22 agosto
- ♦ The European Trade Association for Business Angels, 2018. *Seed Funds and Early Stage Market Players*
- ♦ The Global Financial Centres Index, 2018. *The Global Financial Centres Index 23*
- ♦ The Italian Chamber of Commerce and Industry for the UK, 2014. *The fifth survey of the Italian investments in the UK*. Londra
- ♦ UK Business Angels Association, 2018. *Tax relief for angel investors*
- ♦ UK Government, 2018. *Tax relief for investors using venture capital schemes*
- ♦ Wijngaarde Y., et. al., 2018. *Annual European venture capital report*. Dealroom.co, Londra, febbraio

Sitografia

- ♦ www.aifi.it
- ♦ www.bancaditalia.it
- ♦ www.bbc.co.uk
- ♦ www.bebeez.it
- ♦ www.bgf.co.uk
- ♦ www.bloomberg.com
- ♦ www.bvca.co.uk
- ♦ www.cbinsights.com
- ♦ www.consob.it
- ♦ www.dealroom.co
- ♦ www.eif.org
- ♦ www.ft.com
- ♦ www.gov.uk
- ♦ www.ilsole24ore.com
- ♦ www.investeurope.eu
- ♦ www.pitchbook.com
- ♦ www.sep.co.uk
- ♦ www.uk.businessinsider.com