



ALMA MATER STUDIORUM  
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

## ARCHIVIO ISTITUZIONALE DELLA RICERCA

### Alma Mater Studiorum Università di Bologna Archivio istituzionale della ricerca

Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti

This is the final peer-reviewed author's accepted manuscript (postprint) of the following publication:

*Published Version:*

Sergio Gilotta (2021). Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti. ANALISI GIURIDICA DELL'ECONOMIA, 20(1-2), 355-381 [10.1433/102786].

*Availability:*

This version is available at: <https://hdl.handle.net/11585/843828> since: 2024-07-18

*Published:*

DOI: <http://doi.org/10.1433/102786>

*Terms of use:*

Some rights reserved. The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. For all terms of use and more information see the publisher's website.

This item was downloaded from IRIS Università di Bologna (<https://cris.unibo.it/>).  
When citing, please refer to the published version.

(Article begins on next page)

# IL DISINVESTIMENTO TRAMITE QUOTAZIONE: OPPORTUNITÀ E LIMITI

SERGIO GILOTTA

Versione finale - luglio 2021

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il ruolo dell'*exit* nello sviluppo del *private equity*. – 3. Le *exit venues* alternative all'IPO. – 4. L'*exit* tramite IPO: i suoi vantaggi e il ruolo nello sviluppo del *private equity*. – 5. I limiti dell'*exit* tramite IPO. – 6. I problemi dell'IPO come forma di *exit*: le IPO premature. – 7. I mercati di crescita come strumento per porre rimedio ai tradizionali limiti dell'IPO. – 8. La competizione proveniente dai “mercati privati”. – 9. Considerazioni conclusive: mercati privati, “unicorni” e IPO che non arrivano

## 1. Introduzione

Il disinvestimento tramite *initial public offering* (IPO) e contestuale quotazione della società finanziata su un mercato regolamentato è tradizionalmente considerato la forma principe di *exit* per i fondi di *private equity* e *venture capital*. L'IPO decreta il successo dell'impresa finanziata e la bontà delle scelte di investimento dei gestori del fondo ed è dunque spesso concepito da entrambi come la meta più ambita.<sup>1</sup>

Le pagine che seguono analizzano l'IPO come tecnica di *exit* per il fondo finanziatore. Dopo una breve analisi del ruolo e dell'importanza dell'“uscita” nell'industria del *private equity*<sup>2</sup> (par. 2) ed una ricognizione delle principali *exit venues* alternative all'IPO (par. 3), il contributo passa ad esaminare il ruolo del disinvestimento tramite IPO (par. 4). L'*exit* tramite IPO promuove lo sviluppo del *private equity* in due modi: da un lato perché offre al fondo una via d'uscita aggiuntiva che rende più liquido, a parità di condizioni, l'investimento effettuato nell'impresa; dall'altro perché riduce la naturale riluttanza dell'imprenditore ad accettare l'ingresso del fondo nel capitale, permettendo a

---

<sup>1</sup> V. *ex multis* IBRAHIM, *The New Exit in Venture Capital*, 65 Vand. L. Rev. 1 (2012), p. 2 (ove le IPO sono definite come “the gold standard in venture capital success”). Del medesimo avviso anche l'Associazione italiana del *private equity*, *venture capital* e *private debt* (AIFI), secondo cui “[l]a quotazione dei titoli della società partecipata su un mercato regolamentato rappresenta, nella maggior parte dei casi, la più ambita via di dismissione della partecipazione da parte dell'investitore istituzionale” (v. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>).

<sup>2</sup> D'ora innanzi, l'espressione *private equity* verrà utilizzata in senso ampio e ricomprenderà anche il particolare segmento del mercato del *private equity* costituito dal *venture capital*.

quest'ultimo di riconquistare il pieno controllo della società con la quotazione. L'effetto è quello di un maggior numero di imprese finanziate e di un costo del capitale inferiore per queste ultime, a tutto beneficio del loro sviluppo. Allo stesso tempo, tuttavia, l'IPO presenta una serie di limiti che lo rendono inadeguato a fungere da strumento di *exit* in un insieme di situazioni. Ad esempio, l'IPO su mercati regolamentati tradizionali è un'operazione poco adatta ad operazioni di taglia ridotta e richiede che l'impresa finanziata posseda un certo grado di maturità (par. 5). Inoltre, vi è un certo rischio che il fondo finanziatore anticipi oltremodo la quotazione dell'impresa, con effetti negativi non solo per quanti vendono le proprie azioni in occasione dell'IPO (dunque in primo luogo il fondo stesso), ma anche per l'impresa finanziata, dal momento che una quotazione precoce può ostacolarne lo sviluppo (par. 6). Vedremo che i "mercati di crescita" dedicati alle piccole e medie imprese possono giocare un utile ruolo nell'allargare gli spazi dell'*exit* tramite IPO, soprattutto in favore di imprese di dimensione ridotta e (in misura minore) "giovani" (par. 7), e che il recente sviluppo di mercati "privati" ove operano esclusivamente investitori istituzionali può mitigare il problema delle IPO premature (par. 8). Al tempo stesso, tuttavia, avremo modo di osservare che le più recenti tendenze a ritardare la quotazione, cui si assiste soprattutto negli Stati Uniti, non sono esenti da rischi e costi per la collettività (par. 9).

## **2. Il ruolo dell'*exit* nello sviluppo del private equity**

La possibilità di "uscire" dall'investimento effettuato, attraverso la vendita della partecipazione detenuta, rappresenta una fondamentale condizione per lo sviluppo del mercato del *private equity*.

La quotazione, frequente ed ampiamente condivisa,<sup>3</sup> è in realtà meno ovvia di quanto possa apparire. Si consideri infatti che nulla, in linea di principio, impedisce agli investitori di apportare capitale di rischio in un'ottica di lungo o lunghissimo periodo, remunerando il capitale investito attraverso i dividendi maturati e distribuiti dall'impresa finanziata, invece che attraverso il *capital gain* realizzato dalla vendita della partecipazione detenuta, come invece tipicamente accade nell'industria del *private equity*.<sup>4</sup> La normativa che disciplina i fondi di investimento non pone ostacoli a questo riguardo, limitandosi a stabilire che la loro durata non può eccedere il termine di durata del gestore e, nel caso

---

<sup>3</sup> V. ad es. BLACK-GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, 47 J. Fin. Econ. 243 (1998), 252 ss.; GORDON SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, 53 UCLA L. Rev. 315 (2005), p. 316. Entrambi gli studi fanno specifico riferimento al settore del *venture capital*, ma le osservazioni ivi contenute possono essere agevolmente estese al più ampio contesto del *private equity*.

<sup>4</sup> Nel *private equity* la remunerazione del capitale investito avviene prevalentemente attraverso la rivendita "a premio" della partecipazione acquistata. Naturalmente, perché il fondo possa rivendere la partecipazione per un prezzo più elevato di quello pagato per il suo acquisto è necessario che l'impresa finanziata abbia accresciuto il proprio valore per effetto dell'intervento del finanziatore (quindi grazie agli investimenti che l'apporto di capitale di quest'ultimo ha consentito di effettuare) o comunque dopo il suo ingresso nel capitale.

dei fondi chiusi,<sup>5</sup> i cinquanta anni.<sup>6</sup> Inoltre, sul mercato non mancano gli investitori “pazienti”, astrattamente disposti a mantenere in portafoglio partecipazioni per molti anni (si pensi ai fondi pensione o alle compagnie di assicurazione). Anzi, uno sguardo d’insieme agli odierni mercati finanziari consente di trovare prominenti esempi di investitori animati da logiche di investimento che potremmo definire *sine die*. Si pensi a quegli paesi dove le banche detengono stabilmente ampie partecipazioni nel capitale delle imprese: gli investimenti in parola hanno spesso l’orizzonte indefinito cui si è accennato. Oppure può volgersi lo sguardo agli odierni mercati regolamentati e quindi all’area, contigua e complementare a quella oggetto di questo scritto, del *public equity*. Gli *index funds*, odierni protagonisti del mercato della gestione collettiva del risparmio, sono fondi che investono in un’ottica potenzialmente *sine die*.<sup>7</sup> Questo tipo di fondi non si prefigge un orizzonte temporale entro cui realizzare un profitto attraverso la rivendita a premio della partecipazione acquistata. Il fondo si limita a replicare passivamente l’indice di borsa, ragion per cui l’uscita dalla società partecipata può realizzarsi in principio solo per effetto dell’esclusione della società dal paniere di titoli che compone l’indice.<sup>8</sup> Similmente, le variazioni nella partecipazione detenuta non sono realizzate con lo scopo di realizzare un *capital gain*, ma unicamente per venire incontro alle esigenze di rimborso delle quote dei partecipanti al fondo e per mantenere il paniere dei titoli costantemente allineato all’indice.

La durata *temporanea* dell’investimento rappresenta però una caratteristica fondamentale del *business model* del *private equity*.<sup>9</sup> Come sottolinea l’AIFI, associazione italiana che riunisce e rappresenta l’industria del *private equity*, *venture capital* e *private debt*, l’*exit* è ciò che vale a distinguere un fondo di *private equity* o *venture capital* da una mera

---

<sup>5</sup> Com’è ampiamente noto, i fondi chiusi sono quelli che non prevedono il diritto al rimborso della quota in favore del partecipante. Quest’ultimo potrà quindi “uscire” solo alla scadenza del fondo (o comunque quando previsto dal regolamento del fondo) oppure attraverso la vendita a terzi della propria quota. Cfr. *ex multis* COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2020, 201.

<sup>6</sup> Art. 6 del Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze n. 30 del 5 marzo 2015 (Regolamento attuativo dell’articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani).

<sup>7</sup> F. William McNabb III, fino al 2018 CEO di Vanguard, uno dei principali gestori di *index funds*, definì espressamente i propri fondi come “azionisti permanenti”: “... when it comes to our indexed offerings, we are permanent shareholders. To borrow a phrase from Warren Buffet: Our favorite holding period is forever”. MCNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, Harvard Law Sch. Forum on Corp. Governance & Fin. Regulation (24 giugno 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/24/getting-to-know-you-the-case-for-significant-shareholder-engagement/>.

<sup>8</sup> Cfr. LUCIAN BEBCHUK & SCOTT HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. 2029 (2019), p. 2034 («index funds have no “exit” from their positions in portfolio companies while those companies remain in the index»), i quali sottolineano come da questo derivi una prospettiva orientata al lungo termine e maggiori incentivi ad un coinvolgimento attivo nella *governance* delle società partecipate (p. 2047).

<sup>9</sup> V. sul punto ARDIZZONE, *Fondi di private equity e riflessi giuridici nella gestione e nella struttura delle PMI*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del convegno di Courmayeur 14-15 settembre 2018, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 170.

*holding* di partecipazioni priva di un orizzonte di investimento predefinito.<sup>10</sup> Si consideri in primo luogo che l'investimento del fondo è solitamente legato alla realizzazione di un ben definito *business plan* da parte della società finanziata, dal quale ci si aspetta un miglioramento della complessiva *performance* della società e quindi un corrispondente aumento del valore delle azioni o delle quote. Terminata l'implementazione del piano, viene meno la ragion d'essere della presenza del fondo nel capitale dell'impresa finanziata.<sup>11</sup>

In secondo luogo, poiché frequentemente questo tipo di investitori non si limita a conferire risorse finanziarie ma anche servizi manageriali, reti di contatti, *expertise* di varia natura (quanto appena affermato vale soprattutto per i fondi di *venture capital*),<sup>12</sup> con il tempo (e segnatamente man mano che l'impresa acquista le necessarie capacità manageriali e costruisce la propria rete di relazioni) questa classe di finanziatori perde il proprio vantaggio competitivo rispetto ad altre classi di investitori, per cui diviene conveniente sia per il fondo che per l'impresa finanziata interrompere il rapporto.<sup>13</sup>

Infine, e forse soprattutto, l'*exit* rappresenta un fondamentale strumento di *accountability* del gestore del fondo verso i propri investitori,<sup>14</sup> senza il quale il gestore incontrerebbe forti difficoltà nel raccogliere capitale. I gestori dei fondi di *private equity* sono tipici *repeat player* del mercato, impegnati in una serie potenzialmente illimitata di cicli di raccolta del capitale e successivo investimento. L'*exit* offre la possibilità di verificare e misurare in maniera obiettiva la capacità del gestore di selezionare le giuste opportunità di investimento, consentendo ai potenziali investitori di individuare i gestori più abili e capaci,<sup>15</sup> ed opera quindi come elemento di *screening ex ante*: non prevedere una data di

---

<sup>10</sup> V. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>. Sul punto v. altresì ARDIZZONE, *Fondi*, cit., 170.

<sup>11</sup> Naturalmente, nulla impedisce al fondo di posticipare l'uscita rispetto al periodo programmato, ad es. in ragione di ritardi nell'implementazione del progetto finanziato o della convinzione che una più lunga permanenza consenta di ottenere un ritorno più elevato. In ogni caso, tuttavia, la permanenza del fondo nel capitale non potrà eccedere la durata del fondo stesso. Alla scadenza del fondo gli investitori maturano infatti il proprio diritto alla liquidazione del valore della quota e questo costringe il fondo a dismettere l'insieme delle partecipazioni possedute.

<sup>12</sup> V. ad es. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 *Stan. L. Rev.* 1067 (2003).

1072 (“[...] the fund is also expected to make important noncash contributions to the portfolio company. These contributions consist of management assistance, corresponding to that provided by management consultants; intensive monitoring of the portfolio company’s performance which provides an objective view to the entrepreneur; and the use of the fund’s reputation to give the portfolio company credibility with potential customers, suppliers, and employees”); GOMPERS-LERNER, *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, 39 *J.L. & Econ.* 463 (1996), p. 465 (“venture capitalists provide entrepreneurs with access to consultants, investment bankers, and lawyers”). Per evidenza empirica v. HELLMAN-PURI, *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*, 57 *J. Fin.* 169 (2002).

<sup>13</sup> BLACK-GILSON, *Venture capital*, cit., p. 245-6.

<sup>14</sup> BLACK-GILSON, *Venture capital*, cit., 257.

<sup>15</sup> BLACK-GILSON, *Venture capital*, cit., 256; GORDON SMITH, *The Exit Structure*, cit., 316. Lo afferma anche l'AIFI nel suo *Libro bianco* 2011, p. 13. Quanto da ultimo osservato spiega perché il fondo ha un forte interesse ad uscire dal capitale della società finanziata anche in quei casi in cui vi sarebbe la possibilità di remunerare adeguatamente l'investimento attraverso gli utili che la società si appresta a produrre e distribuire. La cessione sul mercato della partecipazione per un prezzo significativamente più elevato di

scadenza per l'operazione di investimento proposta (o prevederne una irragionevolmente lunga rispetto al tipo di investimento proposto) costituirebbe un segnale di scarsa qualità del gestore che gli impedirebbe di trovare investitori per i propri fondi. Per raccogliere capitale, quindi, i gestori devono offrire ai propri investitori un orizzonte temporale preciso e predefinito e rispettarlo.

Per tutte queste ragioni, la possibilità di “uscire” dall'investimento attraverso la cessione della partecipazione detenuta rappresenta un'irrinunciabile preconditione per l'ingresso del fondo nel capitale dell'impresa finanziata e quindi per lo sviluppo di un efficiente mercato del *private equity*.

A sua volta, ed è l'aspetto più importante, l'esistenza di un robusto ed efficiente mercato del *private equity* garantisce l'efficiente finanziamento delle piccole e medie imprese, emancipandole dal credito bancario e rimediando al *funding gap* che molte di queste imprese – specie le più giovani e innovative – tradizionalmente soffrono, a tutto beneficio dell'innovazione e della crescita economica.<sup>16</sup>

### 3. *Le exit venues alternative all'IPO*

Esistono diverse tecniche, oltre a quella rappresentata dall'IPO su cui si concentra la presente analisi, attraverso cui il fondo può realizzare la propria uscita dalla società finanziata. Il presente paragrafo offre una rapida panoramica di queste tecniche, con l'obiettivo di meglio contestualizzare le riflessioni svolte nei paragrafi successivi, rimandando per più approfondite considerazioni ai contributi di questo Volume che trattano nello specifico le singole forme di uscita alternative all'IPO.

Le due forme di *exit* più importanti e diffuse nel mercato italiano del *private equity* sono la *trade sale*, ossia la cessione della partecipazione ad un acquirente “industriale” (una società operante nel medesimo settore della società finanziata o in uno affine) interessato a realizzare forme di integrazione con l'impresa acquisita, e la cessione della partecipazione ad altro fondo di *private equity* (tecnica che qui definiamo “*financial*

---

quello pagato permette al gestore di segnalare in maniera agevole e credibile la propria qualità, preparando il terreno per il successivo ciclo di raccolta del capitale e investimento. Vedremo peraltro più avanti che proprio l'esigenza di segnalare al mercato la propria qualità può determinare decisioni di disinvestimento non ottimali, come la prematura quotazione dell'impresa finanziata: v. *infra*, par. 6.

<sup>16</sup> È noto, ad esempio, che il credito bancario tradizionale è inidoneo a finanziare l'innovazione. L'investimento in innovazione è caratterizzato da elevati margini di incertezza (per definizione, le caratteristiche del futuro prodotto non sono conoscibili con precisione *ex ante*, né è possibile determinare esattamente il tempo necessario per il suo sviluppo), generalmente non è in grado di produrre ritorni nel breve/medio periodo (le *start-up* – anche quelle che si rivelano da subito di grande successo – spesso trascorrono anni operando in perdita in ragione della necessità di effettuare continui investimenti) e soprattutto è rivolto alla creazione di *asset* intangibili (le nuove conoscenze generate attraverso il processo inventivo), i quali usualmente risultano inestricabilmente incorporati nel capitale umano dell'azienda (ossia nelle menti dei suoi dipendenti, autori materiali del processo inventivo) e presentano uno scarso se non nullo valore di realizzo. Specialmente quest'ultima caratteristica “taglia fuori” tutte le tradizionali forme di finanziamento bancario: queste ultime, infatti, notoriamente necessitano di garanzie che l'impresa, per la natura prevalentemente immateriale dei suoi *asset*, non è in grado di offrire. In tema v. ad es. HALL, *The Financing of Innovative Firms*, 1 Rev. Econ. & Inst. 1 (2010), pp. 2 ss.

*sale*”, per distinguerla dalla *trade sale*). I dati più recenti indicano che la *trade sale* è la forma di *exit* in assoluto più frequente, ma rappresenta una percentuale minoritaria del capitale disinvestito.<sup>17</sup> Questo testimonia chiaramente che essa risulta utilizzata soprattutto per le operazioni di minore dimensione. La vendita ad altro fondo è invece una forma di *exit* meno frequentemente utilizzata, ma che rappresenta all’incirca la metà del capitale disinvestito,<sup>18</sup> risultando dunque prevalentemente utilizzata per le operazioni di maggiore dimensione.

In alternativa alle due tecniche appena richiamate, il disinvestimento può essere realizzato attraverso un’operazione di *buyback*, ossia rivendendo la partecipazione al *management* della società finanziata o al socio “imprenditore”.<sup>19</sup> La più recente evidenza empirica indica che l’*exit* tramite *buyback* è un evento relativamente frequente nel mercato italiano, ma che appare per lo più riservato ad operazioni di taglia modesta.<sup>20</sup>

A testimonianza dell’importanza di queste forme di *exit* per il fondo finanziatore, i regolamenti contrattuali che governano l’ingresso del fondo nel capitale dell’impresa finanziata prevedono una serie di importanti (e dibattute) pattuizioni finalizzate proprio ad agevolare le forme di uscita cui si è appena accennato. Fra queste si segnalano le c.d. clausole *drag-along*, il cui scopo è facilitare soprattutto le *trade sales* garantendo al finanziatore la possibilità di “trascinare” nella vendita anche il socio imprenditore finanziato,<sup>21</sup> o le opzioni *put*, che danno al socio finanziatore il diritto di rivendere le proprie azioni all’imprenditore finanziato, spesso ad un prezzo predeterminato che protegge il finanziatore da eventuali perdite.<sup>22</sup>

---

<sup>17</sup> Secondo i più recenti dati elaborati dall’AIFI, nel 2020 il 43% del numero totale di disinvestimenti è stato realizzato tramite *trade sale* (nel 2019 la percentuale era del 45%). Se tuttavia si considera l’ammontare del capitale disinvestito, le *trade sales* rappresentano nel 2020 il 15% del totale dei disinvestimenti (la percentuale era del 33% nel 2019). È evidente quindi che la *trade sale* è la tecnica di uscita predominante per gli investimenti di taglia medio-piccola. V. Aifi, *Report 2020 sul mercato italiano del private equity, venture capital e private debt*, p. 48 ss., reperibile sul sito dell’AIFI, alla sezione studi e ricerche.

<sup>18</sup> Secondo il già citato *report 2020* dell’AIFI, la vendita ad un altro operatore di *private equity* rappresenta il 17% del numero di disinvestimenti realizzati nel 2020 (20% nel 2019) ed il 55% dell’ammontare del capitale disinvestito (41% nel 2019).

<sup>19</sup> Con l’espressione intendiamo far riferimento al socio o gruppo di soci già presenti in società al momento dell’ingresso del fondo e non costituiti da altri fondi o intermediari finanziari. Spesso il socio imprenditore coincide con la figura del fondatore della società o con gli eredi di quest’ultimo.

<sup>20</sup> Il *report 2020* dell’AIFI indica che nel 2020 il 17% dei disinvestimenti è stato realizzato tramite *buyback* (21% nel 2019), ma che il capitale disinvestito rappresenta solo il 4% del totale del capitale disinvestito.

<sup>21</sup> Gli acquirenti di tipo industriale, interessati a operazioni di integrazione con la società finanziata, generalmente preferiscono acquistare la totalità delle azioni o delle quote, così da avere piena libertà di manovra nelle fasi, successive all’acquisizione del controllo, finalizzate alla completa integrazione dell’impresa acquisita. In questo *Volume v. spec. DE LUCA, Il disinvestimento collettivo (venture capitalist, soci imprenditori, ecc.) tramite trade sales: influenza e contrasti tra regole negoziali (“tag-” e “drag-along”) e disciplina legale delle operazioni di trasferimento del controllo.*

<sup>22</sup> Proprio quest’ultima caratteristica ha sollevato noti e dibattuti problemi di compatibilità con il divieto del patto leonino. All’interno di questo *Volume v. diffusamente FELICETTI, Il disinvestimento unilaterale (venture capitalist): la c.d. “redemption” (tramite put options o riscatto della partecipazione) e patto leonino.*

#### 4. L'exit tramite IPO: i suoi vantaggi e il ruolo nello sviluppo del private equity

L'IPO costituisce una ulteriore *exit venue* che si affianca alle tecniche brevemente richiamate nel paragrafo che precede.

La più recente evidenza empirica indica che nel mercato italiano l'IPO ricopre un ruolo tutto sommato secondario quale strumento di *exit*, ma non per questo marginale o irrilevante. L'IPO ha rappresentato il 15% del totale dei disinvestimenti realizzati nel 2020 ed il 7% di quelli realizzati nel 2019, per un controvalore pari al 24% del totale del capitale disinvestito nel 2020 e al 20% di quello disinvestito nel 2019,<sup>23</sup> testimoniando dunque che esso rappresenta una forma di disinvestimento tendenzialmente riservata ad operazioni di dimensione significativa.

Come già osservato in sede introduttiva, l'*exit* tramite IPO riveste un ruolo importante nel promuovere il mercato del *private equity* e dunque, indirettamente, nel finanziamento della piccola e media impresa.

In primo luogo, la possibilità di uscita tramite collocamento della partecipazione sul mercato azionario rende complessivamente più liquido l'investimento del fondo, offrendo a quest'ultimo una valida alternativa alla *trade sale* o alla rivendita ad altro operatore di *private equity*. Si consideri che le forme di *exit* appena menzionate possono non essere sempre praticabili (ad esempio per assenza di potenziali controparti interessate a rilevare la quota del fondo) e spesso comportano alti costi di transazione (la ricerca del potenziale acquirente in una *trade* o *financial sale* può essere tutt'altro che agevole).<sup>24</sup> Inoltre, ed è forse l'aspetto più grave, le opzioni appena menzionate possono non garantire al fondo un'uscita profittevole anche nel caso in cui l'investimento si sia rivelato di successo ed abbia quindi determinato un effettivo incremento del valore delle azioni della società. Può infatti verificarsi il caso che vi sia un solo acquirente interessato a rilevare la quota del fondo. Questa situazione di monopsonio riduce il potere negoziale del fondo, impedendogli di ottenere un prezzo congruo per la partecipazione detenuta.

L'IPO elimina questi inconvenienti: essa permette al fondo di uscire dall'investimento – e di farlo per un prezzo tendenzialmente equo e conveniente – anche nel caso in cui non sia possibile o sia troppo costoso trovare un acquirente industriale o finanziario disposto ad acquistare la quota dell'impresa finanziata, ovvero i termini contrattuali offerti dalla controparte risultino eccessivamente penalizzanti. Condizione necessaria e sufficiente per una profittevole uscita “a premio” tramite l'IPO è che l'impresa abbia effettivamente migliorato (o gettato le basi per migliorare) la propria *performance* e presenti un insieme

---

<sup>23</sup> V. ancora il più volte richiamato Report AIFI. I dati richiamati nel testo ricomprendono sia le operazioni di IPO in senso stretto, sia le operazioni di alienazione della partecipazione post-IPO, sia infine le operazioni di quotazione indiretta realizzate attraverso lo strumento delle Special Purpose Acquisition Companies (SPAC).

<sup>24</sup> Al contrario, i costi legati all'operazione in sé considerata sono generalmente contenuti rispetto a quelli connessi ad un'operazione di IPO e questo costituisce un punto di forza della *trade sale* rispetto a quest'ultima tecnica, come sottolineato anche dall'AIFI: v. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

di caratteristiche, di cui discuteremo più avanti,<sup>25</sup> che la rendano idonea ad assumere lo *status* di società quotata.

In secondo luogo, l'IPO favorisce lo sviluppo del mercato del *private equity* (ed in particolar modo del *venture capital*, per le ragioni che vedremo subito oltre) agendo sul lato della domanda di capitale. Secondo una nota e accreditata teoria,<sup>26</sup> il disinvestimento tramite quotazione della società finanziata permette al socio imprenditore, nel caso delle *start-up* usualmente l'ideatore del progetto imprenditoriale nonché fondatore della società, di riacquistare il controllo sulla società temporaneamente perduto in favore del fondo finanziatore.<sup>27</sup>

Più in particolare, secondo la teoria in esame l'esistenza di un robusto mercato delle IPO consente a fondo e imprenditore finanziato di addivenire ad un accordo tacito sul futuro controllo della società, in base al quale il fondo si impegna a "restituire" all'imprenditore il pieno controllo sulla società allorché il progetto finanziato si riveli di successo. Per un soggetto che attribuisce elevato valore al controllo (peraltro, spesso in ragione di benefici privati di tipo non pecuniario, come il benessere psichico che deriva dall'essere di nuovo al timone della propria impresa),<sup>28</sup> la prospettiva di poterlo riconquistare attraverso l'IPO costituisce non solo un potente incentivo alla profusione della massima energia nello sviluppo del progetto,<sup>29</sup> a beneficio del fondo e dei suoi investitori, ma anche un importante fattore che induce il socio imprenditore ad accettare *ex ante* la temporanea

---

<sup>25</sup> V. *infra*, par. 5.

<sup>26</sup> BLACK-GILSON, *Venture Capital*, cit., 257 ss.

<sup>27</sup> Con la quotazione, infatti, la partecipazione originariamente detenuta dal fondo finanziatore si frammenta disperdendosi fra una moltitudine di piccoli investitori, lasciando spesso il socio fondatore nella posizione di unico detentore di una partecipazione significativa al capitale della società, e vengono usualmente meno quegli accorgimenti di tipo organizzativo, come le clausole che permettono al fondo di nominare la maggioranza degli amministratori o i c.d. *negative covenants*, che riconoscono al fondo potere di veto su determinate operazioni, che permettevano a quest'ultimo di esercitare il controllo sulla società pur non detenendo una partecipazione di maggioranza. In tema v. *ex multis* GILSON, *Engineering*, cit., pp. 1073 s., 1078 ss. Si noti poi che oggi la possibilità per il socio di controllo di riacquistare il controllo ad esito dell'IPO risulta ulteriormente accresciuta dal diffuso ricorso alle *dual class shares*, che consentono al socio di rimanere saldamente al comando anche con una quota minoritaria del capitale. In tema v., con prospettiva rispettivamente critica e benevola, BEBCHUK-KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 Va. L. Rev. 585 (2017); GOSHEN-HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 Yale L.J. 560 (2016). Com'è noto, la possibilità di ricorrere alle *dual class shares* come strumento di rafforzamento del controllo è riconosciuta anche dal legislatore italiano. Questi, dopo un lungo periodo di avversione nei confronti delle azioni a voto plurimo, riconosce oggi espressamente la possibilità di crearle ed ammette anche la possibilità che la società si quoti mantenendo una *dual class structure* caratterizzata per l'appunto da azioni a voto plurimo, da un lato, e azioni a voto "singolo", dall'altro. V. art. 2351, comma 4, c.c. e art. 127-*sexies*, comma 2, t.u.f.

<sup>28</sup> Al contrario, i benefici privati del controllo di tipo pecuniario fanno riferimento ad una serie di vantaggi aventi per l'appunto valore pecuniario che il controllante ottiene grazie all'esercizio dei suoi poteri di controllo, usualmente a spese degli azionisti di minoranza. In tema v. *ex multis* GILSON-SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, 169 J. Inst. & Theor. Econ. (2013), p. 161-2.

<sup>29</sup> BLACK-GILSON, *Venture Capital*, cit., 261 ("the opportunity to acquire control through an IPO exit if the company is successful gives the entrepreneur a powerful incentive beyond the purely financial gains from the increased value of her shares in the firm. In effect, the prospect of an IPO exit gives the entrepreneur something of a call option on control. contingent on the firm's success).

perdita del controllo, senza la quale il fondo non accetterebbe di investire nella società.<sup>30</sup> In buona sostanza, l'accordo tacito di retrocessione del controllo di cui si discute facilita la conclusione del contratto fra finanziatore e socio imprenditore poiché riduce la riluttanza di quest'ultimo a cedere (o nella migliore delle ipotesi condividere) il controllo.<sup>31</sup>

Sempre secondo la teoria in esame, solo l'esistenza di un robusto ed efficiente mercato azionario dove quotare la società finanziata permette la conclusione di questo accordo tacito. Dove mancano mercati azionari efficienti l'*exit* tramite IPO non rappresenta un'alternativa credibile rispetto alle altre forme di uscita, come la *trade sale* o la cessione ad altro fondo di investimento, ed impedisce quindi la realizzazione di questo accordo tacito di retrocessione del controllo, rendendo più difficile *ex ante* l'ingresso del fondo nell'impresa finanziata.<sup>32</sup> L'esistenza di un mercato azionario pubblico competitivo ed efficiente finisce pertanto per porsi come preconditione per lo sviluppo di un efficiente e robusto mercato del *private equity*.<sup>33</sup>

Per quanto accreditata e condivisa, anche la teoria in parola ha i suoi limiti. Ad esempio, non è chiaro come il suaccennato contratto implicito affronti e ponga rimedio al caso in cui la *trade sale* offra al fondo un'opportunità di disinvestimento più vantaggiosa rispetto all'IPO. Anche in presenza di un mercato azionario efficiente, capace di riflettere appieno il valore delle azioni della quotanda società (e quindi di garantire al fondo un corrispettivo congruo per la loro cessione), lo scenario descritto non può considerarsi irrealistico. La *trade sale* può rivelarsi più conveniente dell'IPO quando vi siano forti sinergie fra l'impresa finanziata e l'acquirente industriale che permettano a quest'ultimo di offrire un corrispettivo più elevato rispetto a quello che il fondo sarebbe in grado di ottenere attraverso una (pur profittevole) IPO. Il prezzo offerto in sede di IPO, infatti, non rifletterebbe il valore aggiunto costituito da tali sinergie. Al più, esso potrebbe incorporare

---

<sup>30</sup> Le tipiche pattuizioni attraverso cui il fondo ottiene il controllo sulla società finanziata (v. *supra* nt. 27) sono infatti finalizzate a contrastare la situazione di forte asimmetria informativa e conseguente elevato rischio di azzardo morale legata al finanziamento di imprese giovani e innovative. V. *ex multis* GILSON, *Engineering*, cit., 1076, 1081 ss.

<sup>31</sup> L'IPO rappresenta una prospettiva allettante anche per quei dipendenti della società (in genere risorse chiave come ingegneri e sviluppatori) che vengono pagati anche (se non in alcuni casi soprattutto) attraverso *stock option*. L'IPO permette loro di monetizzare le proprie *stock option* ed ottenere in questo modo somme di denaro spesso ingenti.

<sup>32</sup> A differenza dell'IPO, la *trade sale* e la *financial sale* generalmente non permettono all'imprenditore-fondatore di riottenere il controllo: con la prima, il controllo è definitivamente perduto in favore dell'acquirente industriale, con la seconda, il controllo si trasferisce usualmente in capo al nuovo fondo, o comunque l'imprenditore è costretto a dividerlo con quest'ultimo. È vero che l'imprenditore finanziato il più delle volte conserva l'opzione di riacquistare la partecipazione detenuta dal fondo. Tuttavia, l'opzione in parola può non essere concretamente praticabile (tipicamente, l'imprenditore può non possedere le risorse necessarie all'acquisto) e può rivelarsi pernicioso per l'impresa finanziata, come quando gli *asset* di quest'ultima vengono impiegati quale garanzia per ottenere le risorse finanziarie necessarie all'acquisto della quota del fondo (con un'operazione non dissimile, quanto a struttura e rischi, dal *leveraged buyout*).

<sup>33</sup> BLACK-GILSON, *Venture Capital*, cit., 245, con riferimento allo specifico segmento rappresentato dal *venture capital*. Non mancano ovviamente le teorie alternative, alle quali tuttavia ci limitiamo ad accennare: lo studio empirico di CUMMING et al., *Legality and venture capital exits*, 12 J. Corp. Fin. 214 (2006), ad esempio, indica che la qualità del sistema legale di un paese costituisce un fattore ben più importante delle dimensioni del mercato azionario nel favorire l'*exit* tramite IPO.

un premio che rifletta la probabilità che l'impresa quotata possa in futuro essere oggetto di acquisizione. Il premio in parola, tuttavia, proprio perché connesso ad un evento futuro e incerto (la successiva acquisizione a premio da parte di un acquirente industriale), sarebbe inferiore al premio offerto dall'impresa acquirente nell'ambito della *trade sale*. Similmente, un acquirente industriale potrebbe essere indotto ad offrire un prezzo particolarmente vantaggioso ove il suo obiettivo sia preservare il proprio potere di mercato inglobando quello che in prospettiva appare essere un temibile rivale.<sup>34</sup> Alcune recenti *trade sale* di alto profilo nell'industria dei *social media* sembrano in effetti confermare quanto da ultimo osservato.<sup>35</sup> Anche in questo caso, è ben possibile che il prezzo offerto sia ben maggiore di quello che il fondo sarebbe in grado di ottenere attraverso un'IPO su un efficiente mercato azionario.<sup>36</sup>

Secondo la teoria in esame, vincoli di tipo reputazionale impedirebbero al fondo di violare l'accordo tacito che lo vincola a ritrasferire il controllo al fondatore ove il progetto finanziato si sia rivelato di successo.<sup>37</sup> Venendo meno a questa promessa, il fondo acquisterebbe la reputazione di operatore opportunistico e questo gli precluderebbe per il futuro la possibilità di finanziare i progetti e le iniziative più promettenti.<sup>38</sup> Questo inciderebbe a sua volta negativamente sui rendimenti del fondo e quindi sulla sua capacità di raccogliere capitale nei futuri cicli di investimento.

Non può però dimenticarsi che il gestore del fondo ha precisi doveri fiduciari nei confronti dei propri investitori (è cioè tenuto a massimizzare il rendimento dell'investimento). Optare per una forma di *exit* che non massimizza il profitto ricavabile dalla vendita della partecipazione rappresenta con buona probabilità una violazione di quei doveri che espone il gestore del fondo a responsabilità nei confronti dei propri investitori. A questo si aggiunga che la scelta di violare l'accordo tacito per ottenere il massimo profitto dalla dismissione della partecipazione permette al gestore del fondo di sviluppare fra i propri potenziali investitori la reputazione di "agent" leale che fra l'interesse dell'imprenditore finanziato a riottenere il controllo (ed il proprio a non precludersi in futuro l'accesso alle migliori opportunità di investimento) e quello dei suoi attuali investitori a ricavare il massimo rendimento privilegia quest'ultimo. Vi è quindi un incentivo reputazionale a

---

<sup>34</sup> Sui rischi e i costi sociali di questo tipo di acquisizioni v. LEMLEY-MCCREARY, *Exit Strategy*, 101 B.U. L. REV. 1 (2021).

<sup>35</sup> Si allude all'acquisizione di Whatsapp e soprattutto di Instagram ad opera di Facebook. V. rispettivamente OLSON, *Facebook Closes \$19 Billion WhatsApp Deal*, Forbes (6 ottobre 2014) <https://www.forbes.com/sites/parmyolson/2014/10/06/facebook-closes-19-billion-whatsapp-deal/?sh=1dc0391d5c66>; RUSLI, *Facebook Buys Instagram for \$1 Billion*, New York Times Dealbook (9 aprile 2012) <https://dealbook.nytimes.com/2012/04/09/facebook-buys-instagram-for-1-billion/>.

<sup>36</sup> Anche l'AIFI annovera fra i vantaggi dell'*exit* tramite *trade sale* la possibilità di ottenere un prezzo più elevato rispetto all'IPO, per le ragioni che si sono indicate nel testo. Afferma infatti l'AIFI che nell'ambito della *trade sale* "gli acquirenti possono pagare un prezzo maggiore, riconducibile al premio attribuibile all'importanza strategica che ha per loro l'acquisto dell'impresa target": v. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

<sup>37</sup> BLACK-GILSON, *Venture capital*, cit., 262 s.

<sup>38</sup> Gli ideatori di quelle iniziative e di quei progetti, infatti, sceglierebbero altri fondi di *venture capital* con una reputazione più affidabile. Particolarmente avvantaggiati risulterebbero, in particolare, quei fondi che hanno dato concreta prova di rifiutare *trade sale* più convenienti di un'IPO per non venir meno all'implicita promessa di retrocessione del controllo.

preferire la *trade sale* all'IPO (ove naturalmente la prima risulti più profittevole) che per molti aspetti risulta uguale e contrario a quello a non violare l'accordo tacito concluso con l'imprenditore.

## 5. I limiti dell'*exit* tramite IPO

Accanto ai vantaggi di cui si è discusso al paragrafo che precede, l'*exit* tramite IPO presenta anche una serie di limiti.<sup>39</sup>

In primo luogo, esso costituisce una forma di *exit* strutturalmente limitata ad imprese medie e grandi.

Questo deriva innanzitutto da ragioni regolamentari. I regolamenti del mercato usualmente richiedono soglie minime di capitalizzazione ai fini dell'ammissione a quotazione. Il regolamento di Borsa italiana, ad esempio, prevede una capitalizzazione minima potenziale di quaranta milioni di euro.<sup>40</sup> Non è una soglia particolarmente elevata, ma esclude evidentemente le imprese con un ridotto giro d'affari.

Un'ulteriore ragione attiene agli elevati costi di transazione che tipicamente caratterizzano l'operazione di IPO.<sup>41</sup> Il processo che conduce alla quotazione è notoriamente articolato e richiede il coinvolgimento di una pluralità di soggetti (consulenti legali e finanziari, revisori dei conti, banche di investimento cui affidare il collocamento). I costi in questione sono in larga misura fissi e quindi limitano la convenienza di questa forma di *exit* alle operazioni di una certa dimensione.<sup>42</sup> Al contrario, *trade sale* e vendita ad altro acquirente finanziario sono forme di *exit* che appaiono complessivamente più rapide e semplici sul piano negoziale, risolvendosi nella stipula di un contratto di cessione di partecipazioni.<sup>43</sup>

Si consideri poi che lo *status* di società quotata presenta una serie di "costi fissi", legati soprattutto al rispetto di una regolamentazione più complessa e stringente di quella cui sono soggette le imprese non quotate, che rende l'operazione di quotazione generalmente non conveniente per imprese di piccola dimensione.

---

<sup>39</sup> Stando a quanto riferito dall'AIFI, per i fondi di *private equity* e *venture capital* i principali svantaggi legati all'*exit* tramite IPO sono (i) la "dimensione dei costi, maggiore rispetto ad altre alternative di dismissione", (ii) l'impossibilità di dismettere immediatamente l'intera partecipazione, in ragione della presenza di clausole di *lock up*, (iii) "l'illiquidità di molti mercati europei", (iv) "la necessità, affinché l'IPO vada a buon fine, di attrarre un vasto numero di investitori"; (v) "il fatto che tale opzione sia, in realtà, impercorribile per alcune piccole imprese". V. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/> Discuteremo più avanti nel testo alcuni di questi svantaggi.

<sup>40</sup> I requisiti di capitalizzazione minima trovano usualmente giustificazione in esigenze di corretto funzionamento del mercato. Perché quest'ultimo possa concretamente operare è necessario, infatti, che il controvalore dei titoli scambiati non risulti irrisorio.

<sup>41</sup> Secondo l'AIFI, nel mercato italiano la dimensione di questi costi è "maggiore rispetto ad altre alternative di dismissione". V. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

<sup>42</sup> Come si è già avuto modo di sottolineare, la più recente evidenza empirica per il mercato italiano conferma quanto osservato nel testo. V. *supra*, nt. 23 e testo afferente.

<sup>43</sup> Il che non significa che queste forme di *exit* non abbiano costi di transazione anche elevati: si è già accennato, ad esempio, al fatto che la ricerca di soggetti interessati all'acquisto può essere tutt'altro che agevole.

In secondo luogo (ed è forse il limite più importante), l'IPO richiede generalmente che l'impresa finanziata abbia raggiunto un certo grado di maturità.

Anche il limite in parola deriva in larga misura da ragioni regolamentari, che possono suddividersi in ragioni regolamentari "dirette", ossia attinenti ai requisiti richiesti per l'ammissione a quotazione, e ragioni regolamentari "indirette", ossia legate allo *status* di società quotata e agli obblighi che questo comporta.

Quanto alle prime, deve osservarsi che il regolamento del mercato di Borsa italiana s.p.a. richiede, ai fini dell'ammissione a quotazione, che la società eserciti "un'attività capace di generare ricavi".<sup>44</sup>

Non è chiaro se il requisito debba intendersi in senso astratto/prospettico (se cioè sia richiesto che la società eserciti un'attività che *possa in futuro* generare ricavi) o se sia richiesto che l'attività esercitata dalla società sia giunta ad uno stadio di sviluppo tale da generare già ricavi o da consentire alla società di farlo nell'immediato futuro. Se interpretato e applicato nel secondo senso, il requisito preclude l'accesso alla borsa a società ancora prevalentemente impegnate nella fase di sviluppo del prodotto.<sup>45</sup>

La presumibile funzione del requisito è quella di tutelare gli investitori,<sup>46</sup> impedendo che possano accedere al risparmio pubblico imprese caratterizzate da un profilo di rischio eccessivamente elevato e dal valore difficilmente stimabile, perché legato alla commercializzazione di prodotti non ancora immessi sul mercato. Il requisito, tuttavia, è per molti aspetti "miope" (oltreché, forse, inutilmente paternalistico): molte volte, la fase di sviluppo del prodotto può essere lunga e richiedere l'impiego di quantità ingenti di capitale,<sup>47</sup> che la borsa potrebbe ben fornire. A quest'ultimo proposito, non può non

---

<sup>44</sup> V. Regolamento di Borsa, 2021, art. 2.2.2, punto 7.

<sup>45</sup> Vi sono alcuni indici che depongono in favore dell'interpretazione da ultimo indicata: ad esempio, nel valutare se respingere una data domanda di ammissione a quotazione perché contraria all'interesse degli investitori (su cui v. anche *infra*, nt. 46), Borsa italiana deve fare riferimento a elementi quali "la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria" della società o il "critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività". Sono parametri che sembrano indicare che la società di cui si richiede ammissione a quotazione sia già presente sul mercato di riferimento e ivi operi con successo e in condizioni di equilibrio finanziario. La tipica società *start-up*, operante in costante perdita per finanziare la propria espansione e priva di una consolidata posizione sul mercato del prodotto, difficilmente passerebbe questo test.

<sup>46</sup> La tutela degli investitori rientra fra le generali finalità dei controlli demandati al gestore del mercato in funzione dell'ammissione a quotazione, come emerge chiaramente dalla regola che consente alla Borsa di respingere la domanda di ammissione a quotazione quando "la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori" (Reg. Borsa (2021), Articolo 2.1.2, comma 2, lett. d)): cfr. FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e "self-listing"*, in AGE, 2002, p. 24. L'appena accennata funzionalizzazione dei controlli alla tutela degli investitori appare peraltro indirettamente riconducibile ad alcune scelte dell'ordinamento. Stabilisce infatti il Testo Unico che l'autorizzazione dei mercati da parte della Consob è subordinata all'accertamento che il regolamento del mercato sia idoneo, fra le altre cose, ad assicurare la tutela degli investitori (art. 64 *quater*, comma 3, lett. b) t.u.f.). Come accennato, il requisito della capacità di generare ricavi si spiega probabilmente proprio in quest'ottica. In tema cfr. altresì BIANCHI, *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in AGE, 2002, 78, per l'osservazione secondo cui i requisiti previsti dai regolamenti di borsa risultano comunque a conti fatti alquanto permissivi.

<sup>47</sup> Si immaginino i casi, tutt'altro che di fantasia, della società *start-up* intenzionata a produrre e commercializzare su larga scala automobili completamente elettriche, o di quella che intenda costruire velivoli per viaggi turistici nello spazio.

notarsi come la società per azioni nasca storicamente proprio come veicolo per il finanziamento di progetti imprenditoriali ancora in larga parte da sviluppare<sup>48</sup> e come anche al giorno d'oggi possa utilmente continuare a svolgere una tale funzione.<sup>49</sup> Si consideri poi che gli investitori hanno efficaci strumenti per controllare la propria esposizione al rischio, primo fra tutti la diversificazione dei propri investimenti. L'elevata rischiosità dell'investimento non dovrebbe quindi di per sé costituire una barriera all'accesso al mercato.<sup>50</sup> Al contrario, gli investitori dovrebbero poter prendere in considerazione ed eventualmente selezionare proposte di investimento anche molto rischiose: ciò che conta è semmai che essi ricevano tutta l'informazione necessaria ad apprezzare correttamente il rischio e il potenziale rendimento correlato a quel dato investimento.

Quanto ai limiti regolamentari indiretti, deve ricordarsi che le imprese quotate sono assoggettate a penetranti regole di trasparenza<sup>51</sup> e la trasparenza risulta particolarmente costosa per le imprese piccole<sup>52</sup> e soprattutto per quelle “giovani” e “innovative”, che stanno ancora affinando le caratteristiche dei propri prodotti e che, proprio perché *new entrant*, non possiedono ancora una posizione consolidata sul mercato del prodotto.<sup>53</sup> Imprese di questo tipo hanno spesso bisogno di operare al riparo dagli sguardi dei principali concorrenti: ad esempio, esse hanno necessità di non divulgare le proprie strategie (per non parlare delle caratteristiche dei loro prodotti) dal momento che questa informazione potrebbe facilmente essere sfruttata dagli *incumbent* per rallentarne o addirittura bloccarne del tutto l'avanzata.<sup>54</sup> Al tempo stesso, però, informazioni di questo

---

<sup>48</sup> Lo testimonia in maniera evidente l'istituto, oggi desueto, della costituzione per pubblica sottoscrizione, attraverso cui la costituenda società raccoglie il proprio capitale iniziale attraverso un'operazione di vera e propria sollecitazione del pubblico risparmio. In tema v. *ex multis* GHEZZI-BERTONE, *Della costituzione per pubblica sottoscrizione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti et al, Milano, EGEA, 2008, p. 265 ss.

<sup>49</sup> Si pensi al finanziamento di importanti infrastrutture (ad es. lo sviluppo di una rete dati ad alta capacità), che in quanto tali sono capaci di generare ricavi solo quando l'opera è definitivamente completata.

<sup>50</sup> Cfr. BIANCHI, *Privatizzazione*, cit., 78, il quale afferma, in linea con quanto osservato nel testo, che sarebbe “arbitraria la pretesa da parte di qualsivogliano *listing requirement* di identificare un modello di *business* e di profilo di rischio di un'attività di impresa che possa ritenersi, *a priori*, più «quotabile» in borsa di un altro [...]”.

<sup>51</sup> Si pensi al dovere di rendere pubblica l'informazione rilevante per le scelte degli investitori (ossia, in buona sostanza, l'informazione c.d. privilegiata): v. art. 114, comma 1, t.u.f.

<sup>52</sup> Le imprese di dimensione ridotta sono spesso imprese molto “focalizzate”, che vendono un unico prodotto o servizio. I dati forniti al mercato sono quindi intrinsecamente più informativi di quelli forniti da grandi imprese spesso ampiamente diversificate nell'offerta dei propri prodotti o servizi. Questo accresce il rischio che l'informazione possa venire utilmente sfruttata dai rivali: cfr. ENRIQUES-GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di Niamh Moloney, Eilís Ferran, Jennifer Payne, Oxford, OUP, 2015, 529; LEUZ-WISOCKY, *The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research*, 2016, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=2733831>, pp. 36-7, i quali segnalano l'esistenza di studi empirici che indicano che le preoccupazioni di tipo competitivo legate alla *disclosure* sono maggiori per le società meno diversificate.

<sup>53</sup> In tema v. FERRARINI-OTTOLIA, *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs*, 9 Eur. Rev. Contract L., 363 (2013).

<sup>54</sup> Indiretta ma significativa evidenza empirica di quanto affermato nel testo è fornita da ENGELEN et al, *The effects of stricter regulation on the going public decision of small and knowledge-intensive firms*, 47 J. Bus. Fin. Acc. 188 (2020) (i quali documentano che a seguito dell'introduzione di regole di *governance* e

tipo sono di speciale importanza per gli investitori, poiché permettono a questi ultimi di meglio comprendere le prospettive future dell'impresa e dunque il valore attuale delle azioni in loro possesso. Negare queste informazioni al mercato è quindi una scelta difficilmente sostenibile per la società. Al tempo stesso, però, per le ragioni richiamate sopra essa è anche una scelta particolarmente costosa e quindi di riflesso dannosa per quegli stessi investitori da cui la domanda di informazione proviene. Evidentemente, l'unico modo per evitare di ritrovarsi in questo vicolo cieco è rinunciare a quotarsi e attendere di raggiungere un maggior livello di maturazione.

Infine, si consideri che il più delle volte l'IPO non garantisce al fondo l'immediata dismissione dell'intera partecipazione. La ragione di ciò è da rinvenirsi nella frequente previsione di clausole di *lock-up* che impongono al fondo di mantenere in portafoglio le azioni della società finanziata per un certo periodo di tempo successivamente alla quotazione.<sup>55</sup> Le clausole di *lock-up* fungono da garanzia per gli investitori che acquistano le azioni collocate attraverso l'IPO.<sup>56</sup> La loro presenza è nell'interesse degli stessi promotori, poiché permette loro di ottenere un prezzo più elevato in sede di IPO.

Come appena accennato, la clausola di *lock-up* costringe il fondo ad un'uscita graduale dalla società. Al contrario, *trade sale* e vendita in blocco ad altro acquirente finanziario sono operazioni che generalmente garantiscono al fondo l'immediata dismissione dell'intera partecipazione.<sup>57</sup>

## 6. I problemi dell'IPO come forma di exit: le IPO premature

Un problema che caratterizza le IPO realizzate su iniziativa di fondi di *private equity* e *venture capital* è quello che l'operazione di quotazione sia prematura per l'impresa finanziata.<sup>58</sup> Il fondo finanziatore può decidere di quotare l'impresa in un momento in cui

---

trasparenza più stringenti in Europa è diminuita la propensione a quotarsi delle imprese piccole e innovative); BREUER, LEUZ, VANHAVERBEKE, *Reporting Regulation and Corporate Innovation*, 2019, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3449813> (i quali documentano, su un piano più generale, che l'imposizione di più stringenti requisiti di trasparenza incide negativamente sulla propensione ad innovare).

<sup>55</sup> SCHWIENBACHER, *Venture Capital Exits*, 2009, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1367047>, p. 8. Anche l'AIFI annovera l'impossibilità di immediata dismissione della partecipazione dovuta a clausole di *lock-up* fra i principali limiti o inconvenienti del disinvestimento tramite IPO. V. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>. In tema v. BOREIKO-LOMBARDO, *Lockup clauses in Italian IPOs*, 23 *Applied Fin. Econ.* 221 (2013).

<sup>56</sup> V. BRAV-GOMPERS, *The Role of Lockups in Initial Public Offerings*, 16 *Rev. Fin. Stud.* 1 (2003).

<sup>57</sup> Si è già visto, tuttavia, che le tecniche in parola presentano inconvenienti loro propri, come gli alti costi di ricerca della controparte e rischio di "svendita" connesso allo scarso potere negoziale del venditore: v. *supra*, par. 4.

<sup>58</sup> Problemi simili, peraltro, si pongono anche per le *trade sales*. In arg. v. NIGRO-STAHN, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, 22 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* 39 (2021). Cfr. inoltre FRIED-GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 *N.Y.U. L. REV.* 967 (2006), p. 972, 995 (i quali sottolineano come gli speciali diritti attribuiti ai fondi di *venture capital* – ed in particolare i privilegi di tipo patrimoniale riconosciuti in sede di liquidazione della società – generino incentivi distorti che inducono il fondo a preferire la vendita della società finanziata a terzi o la sua liquidazione quando sarebbe in realtà più conveniente per tutti gli azionisti permettere che la società prosegua la propria attività come *stand-alone company*).

sarebbe più conveniente per quest'ultima e i suoi azionisti (dunque *in primis* il fondo stesso) rimanere una società "privata".<sup>59</sup> Il rischio in parola è particolarmente accentuato quando l'impresa è finanziata da fondi "giovani", che hanno bisogno di "mettersi in mostra" per stabilire una propria reputazione sul mercato.<sup>60</sup> I fondi in questione hanno forti incentivi a quotare rapidamente l'impresa finanziata, così da segnalare alla comunità finanziaria la propria abilità nell'individuare buone opportunità di investimento e assicurarsi la possibilità di effettuare nuovi cicli di investimento.<sup>61</sup>

Su un mercato efficiente e in presenza di una regolamentazione finanziaria adeguata e ben attuata, i costi delle IPO premature ricadono principalmente sui promotori dell'operazione e dunque sul fondo e sul socio fondatore. Gli investitori si tutelano infatti *ex ante* rispetto al rischio connesso all'investimento in un'impresa troppo giovane, alla quale manca un adeguato *track record* che ne attesti la solidità e la complessiva affidabilità, scontando nel prezzo proposto per l'acquisto delle azioni i rischi legati ad una tale elevata asimmetria informativa. Il carattere prematuro dell'IPO tende infatti a riflettersi in un più accentuato *underpricing* delle azioni collocate.<sup>62</sup>

Gli effetti delle IPO premature non sono però esclusivamente di tipo redistributivo, ossia non si esauriscono in un mero trasferimento di ricchezza dai soci attuali agli investitori che comprano le azioni in sede di IPO.<sup>63</sup> Se così fosse, il fenomeno non porrebbe reali problemi in un'ottica di massimizzazione del benessere collettivo. L'IPO prematura può determinare anche una perdita netta di ricchezza, nella misura in cui l'acquisto dello *status* di società quotata frena anziché promuovere lo sviluppo dell'impresa,<sup>64</sup> ad esempio perché la espone ad una più efficace competizione da parte delle imprese rivali.<sup>65</sup> In questo caso, può essere opportuno cercare di ridurre la propensione dei fondi verso le IPO premature.

Vedremo più avanti che l'esistenza di "mercati privati" ove il fondo possa cedere la propria partecipazione contribuisce ad alleviare la pressione verso l'IPO, permettendo all'impresa finanziata di mantenere più a lungo il proprio *status* di società "privata", con beneficio per lo sviluppo dell'impresa stessa e per i suoi investitori.<sup>66</sup> Allo stesso tempo,

---

<sup>59</sup> Per un'analisi volta a comprendere in quale momento nel ciclo di vita di un'impresa la decisione di quotarsi diviene preferibile rispetto all'alternativa rappresentata dal ricorso a fonti di capitale private v. CHEMMANUR-FULGHIERI, *A Theory of the Going-Public Decision*, 12 Rev. Fin. Stud. 249 (1999).

<sup>60</sup> V. GOMPERS, *Grandstanding in the venture capital industry*, 42 J. Fin. Econ. 133 (1996).

<sup>61</sup> GOMPERS, *Grandstanding*, cit., 136 ("If investors believe that high-ability venture capitalists are more likely to fund companies that eventually go public [il che pare ragionevole: n.d.r.], then taking a portfolio company public would be interpreted as a sign that the venture capitalist is skilled at financing start-up companies"). L'A. fornisce anche evidenza empirica a sostegno della propria tesi e documenta, fra le altre cose, che le imprese sponsorizzate da fondi giovani effettuano l'IPO ben due anni prima rispetto alle imprese sostenute da fondi dotati di una reputazione affermata (ID, p. 134).

<sup>62</sup> GOMPERS, *Grandstanding*, cit., 137.

<sup>63</sup> V. GOMPERS, *Grandstanding*, cit., 137.

<sup>64</sup> V. ancora GOMPERS, *Grandstanding*, cit., 137 ("Additional costs occur when bringing a company to market early reduces prospects for future growth").

<sup>65</sup> Tipicamente, questo avviene per effetto della più accentuata *disclosure* cui è soggetta l'impresa quotata, che permette alle imprese rivali di conoscere meglio le mosse della società e reagire ad esse in maniera più efficace. V. *supra*, par. 5.

<sup>66</sup> V. *infra*, par. 8.

tuttavia, avremo modo di constatare che anche la scelta di posticipare la quotazione può presentare dei costi sociali potenzialmente significativi.<sup>67</sup>

### **7. I mercati di crescita come strumento per porre rimedio ai tradizionali limiti dell'IPO**

I mercati “di crescita” dedicati alla quotazione delle piccole e medie imprese (*SME growth markets*) rappresentano una delle risposte regolamentari più importanti (e in alcuni casi efficaci) alle tradizionali difficoltà di accesso ai mercati regolamentati delle imprese più giovani e di minore dimensione. Essi si caratterizzano per requisiti di ammissione meno stringenti rispetto a quelli tipicamente previsti per la quotazione sui mercati regolamentati e, anche in ragione di ciò, in costi regolamentari inferiori per le imprese che decidono di quotarsi.<sup>68</sup>

Visti dalla prospettiva del presente contributo, i mercati di crescita offrono ai fondi di *private equity* un utile allargamento della forma di *exit* costituita dall'IPO,<sup>69</sup> consentendo il disinvestimento tramite quotazione dell'impresa partecipata anche per operazioni di taglia ridotta (nonché, quantunque in misura minore, per imprese giovani),<sup>70</sup> per le quali l'IPO tradizionale sui mercati regolamentati non costituisce un'alternativa praticabile.

Se si condividono le osservazioni svolte in precedenza circa l'importanza del ruolo dell'IPO e dei mercati azionari pubblici nello sviluppo del *private equity*, la presenza dei mercati di crescita (e l'innegabile successo di alcuni di questi, fra cui l'AIM Italia)<sup>71</sup> è da salutare con particolare favore. Questi costituiscono infatti non solo un'utile (ed in alcuni casi preziosa) fonte di capitale per le PMI, che quotandosi possono riequilibrare la loro situazione finanziaria (rimediando ad esempio ai tradizionali problemi di sottocapitalizzazione legati anche all'eccessivo affidamento al credito bancario) e meglio finanziare la propria crescita, ma anche un volano aggiuntivo per lo sviluppo del mercato

---

<sup>67</sup> V. *infra*, par. 9.

<sup>68</sup> In argomento, oltre al contributo di LOMBARDO, *Il capital raising: AIM, SPAC, Equity-crowdfunding e private placements*, nel presente *Volume*, v. di recente ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in Riv. soc., 2020, 242 ss.; PERRONE, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Oxford, OUP, 2018, 253 ss.; PLATTNER, *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del convegno di Courmayeur 14-15 settembre 2018, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 177 ss.

<sup>69</sup> Cfr. quanto osservato dall'AIFI nel suo *Libro Bianco* del 2006, p. 26, ove la creazione di questo tipo di mercati è considerata anche una risposta al problema della frammentazione dei mercati di capitali europei.

<sup>70</sup> Per le imprese giovani rimane l'ostacolo rappresentato dagli elevati costi legati alla *disclosure*, soprattutto nella loro componente indiretta rappresentata dalla perdita di capacità competitiva legata all'accesso degli *incumbent* all'informazione societaria (v. *supra*, par. 5). Importanti regole di *disclosure* proprie delle società quotate su mercati regolamentati, come quella che impone l'immediata diffusione delle informazioni privilegiate (come già osservato, costituite in buona sostanza da tutte le informazioni rilevanti per gli investitori: *supra*, nt. 51)) si applicano anche alle imprese quotate sui mercati di crescita. Cfr. art. 17, par. 1 e art. 2, par. 1 del Regolamento UE n. 596/2014 del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato.

<sup>71</sup> V. al riguardo i dati dello studio del Politecnico di Milano, *Aim Italia 2009-2019* (disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/speciali/decennale-aim-italia/keystatistics/ricercapolitecnicoDIMILANO.pdf>), che documentano, fra le altre cose, come il numero di società quotate su AIM Italia sia cresciuto costantemente nel decennio 2009-2019.

del *private equity* e dunque per una maggiore disponibilità di capitale di rischio *prima* dell'eventuale quotazione della società.

## **8. La competizione proveniente dai “mercati privati”**

Un'ulteriore opportunità di uscita attraverso la vendita della partecipazione “al mercato” – dunque secondo modalità funzionalmente simili a quelle dell'IPO – è offerta dai “mercati privati”. Diffusi quasi esclusivamente negli Stati Uniti, dove tuttavia hanno visto un successo crescente soprattutto negli ultimi anni, sono mercati riservati a investitori professionali, cui è data l'opportunità di acquistare azioni di società “private” (ossia, in buona sostanza, non quotate su mercati regolamentati o aventi titoli diffusi in misura significativa fra il pubblico dei risparmiatori), che non hanno intenzione di (o non sono ancora mature per) quotarsi su un mercato azionario pubblico.<sup>72</sup> Le azioni di alcune importanti società statunitensi (fra cui quelle di Facebook)<sup>73</sup> sono state scambiate su questi mercati privati prima dell'approdo della società alla quotazione ufficiale.

I mercati privati offrono agli investitori professionali l'opportunità di investire in società considerate altamente promettenti, i cui titoli tuttavia sono illiquidi e difficilmente reperibili perché non quotati. Al tempo stesso, ed è l'aspetto che più interessa ai fini delle presenti riflessioni, i mercati in parola offrono ai fondi di *private equity* e *venture capital* un'ulteriore *exit venue* alternativa all'IPO tradizionale e alle altre forme di *exit* già incontrate.<sup>74</sup> L'*exit* su un mercato privato rappresenta per alcuni aspetti la naturale evoluzione della vendita ad acquirente finanziario privato. La differenza rispetto ad un'ordinaria *financial sale* risiede nel fatto che mentre in quest'ultimo caso il trasferimento della partecipazione avviene in favore di un singolo acquirente (o di un gruppo di acquirenti) nel contesto di una trattativa privata, nel primo il trasferimento avviene all'interno di una più ampia struttura di mercato e attraverso un'operazione di collocamento in senso lato che dunque richiama per struttura e caratteristiche l'IPO.

Il collocamento delle azioni sui mercati privati è generalmente strutturato in maniera tale da evitare l'applicazione delle regole previste per l'offerta al pubblico di prodotti finanziari (dunque, in primo luogo, l'obbligo di pubblicazione del prospetto) a da permettere alla società di conservare il proprio *status* di società privata, come tale non soggetta agli obblighi di *disclosure* propri delle società quotate o aventi titoli diffusi fra il pubblico in misura rilevante.<sup>75</sup> Ed infatti il principale vantaggio di questa forma di *exit*

---

<sup>72</sup> I principali e più noti mercati privati sono SecondMarket, ora di proprietà del Nasdaq, e SharesPost. Vedine una descrizione in POLLMAN, *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 U. Penn. L. Rev. 179 (1012), pp. 193 ss.

<sup>73</sup> V. *infra*, nt. 75, per ulteriori riferimenti.

<sup>74</sup> In tema v. diffusamente IBRAHIM, *The New Exit*, cit.

<sup>75</sup> A questo fine, il collocamento viene riservato ad un numero di investitori inferiore alle soglie che determinano il passaggio dallo *status* di società privata a quello di società “pubblica”, con correlativa applicazione delle regole di *disclosure* previste per queste ultime. Questo, ad esempio, è quello che è avvenuto in uno dei più noti e discussi *private placements* degli ultimi anni, quello delle azioni Facebook ad un club di investitori privati prima (ed in vista) della formale quotazione della società. Cfr. DAVIDOFF

sta proprio nell'offrire i benefici – o almeno alcuni dei benefici – tipicamente connessi alla quotazione (come quello di offrire liquidità – seppur relativa – ai titoli oggetto del collocamento) evitando però i relativi costi.

Anche i mercati in questione possono svolgere un utile ruolo nello sviluppo del *private equity*, alleviando i problemi connessi alla necessità del fondo di uscire dalla società finanziaria, trascorso un certo periodo, per ottemperare agli impegni presi con i propri investitori. In particolare, si è già osservato che l'esistenza di questi mercati privati può contribuire a mitigare il problema delle IPO “premature”.<sup>76</sup>

Al contempo, tuttavia, lo sviluppo dei mercati privati pone un'indiretta minaccia ai tradizionali mercati pubblici. I mercati privati offrono infatti un servizio di liquidità analogo (sebbene forse ancora qualitativamente inferiore) a quello offerto dai mercati pubblici, riducendo l'appetibilità della quotazione quale strumento attraverso cui ottenere liquidità per le azioni della società emittente. Non è da escludere che il declino delle IPO, cui si assiste da tempo anche negli Stati Uniti,<sup>77</sup> sia da riconnettere anche allo sviluppo di questi mercati alternativi, che hanno reso progressivamente meno conveniente quotarsi o meno pressante la necessità di farlo.

### **9. Considerazioni conclusive: mercati privati, “unicorni” e IPO che non arrivano**

Si è visto che la possibilità di uscire dall'impresa finanziata attraverso l'IPO rappresenta un importante elemento per lo sviluppo di un robusto mercato del *private equity*. La presenza di un efficiente mercato azionario ove poter dismettere per un prezzo congruo la partecipazione nell'impresa finanziata amplia le opzioni di uscita a disposizione del fondo finanziatore e ne accresce il complessivo potere negoziale nei confronti di ogni potenziale acquirente, aumentando la propensione degli operatori del mercato a fornire capitale di rischio a imprese non quotate. Inoltre, essa riduce la naturale riluttanza dell'imprenditore finanziato ad accettare l'ingresso del fondo nel capitale della propria impresa, poiché offre all'imprenditore la prospettiva di riacquistare il pieno controllo su quest'ultima a seguito dell'IPO.

Dalle riflessioni appena concluse emerge però anche un'altra, forse meno intuitiva, dinamica: la presenza di un efficiente e competitivo mercato del *private equity* non sembra produrre analoghi effetti benefici sullo sviluppo dei mercati azionari pubblici o “regolamentati”. Ci si aspetterebbe una sorta di rapporto simbiotico fra i due segmenti del mercato, tale per cui il mercato pubblico favorisce lo sviluppo del *private equity*,

---

SOLOMON, *Facebook and the 500-Person Threshold*, New York Times Dealbook (3 gennaio 2011), <http://dealbook.nytimes.com/2011/01/03/facebook-and-the-500-person-threshold/>; LANGEVOORT-THOMPSON, “Publicness” in *Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act*, Geo. L.J. 337-386 (2013), 338 s.

<sup>76</sup> IBRAHIM, *The New Exit*, cit., 3.

<sup>77</sup> V. ad es. WESTBROOK-WESTBROOK, *Unicorns, Guardians, and the Concentration of the U.S. Equity Markets*, 96 Neb. L. Rev. 688 (2018), p. 716 ss.; SCHWARTZ, *The Twilight of Equity Liquidity*, 34 Cardozo L. Rev. 531 (2012), p. 543 ss.

secondo le dinamiche che si sono descritte, e il *private equity* stimola lo sviluppo del mercato pubblico, contribuendo ad un maggior numero di quotazioni. Con un forte mercato del *private equity*, infatti, la domanda di IPO proverrebbe non soltanto da quelle imprese che decidono autonomamente di quotarsi, ma anche (e forse soprattutto) dalle operazioni di *exit* dei fondi.

Invece, in quei Paesi dove anche grazie alla presenza di mercati azionari pubblici storicamente molto efficienti esiste un robusto e dinamico mercato del *private equity*, si assiste ad una strisciante marginalizzazione dei mercati azionari pubblici per effetto della nascita di mercati secondari privati che offrono ai fondi finanziatori una valida alternativa al tradizionale *exit* tramite IPO;<sup>78</sup> mercati secondari privati che nascono e prosperano verosimilmente anche grazie alla presenza di un ampio mercato del *private equity* che genera una forte e costante domanda di liquidità cui questi mercati rispondono.

Si è già avuto modo di sottolineare che questo fenomeno è da salutare con favore nella misura in cui allevia il problema delle IPO premature.<sup>79</sup> È anche vero, però, che la quotazione porta con sé un insieme di rilevanti benefici per la collettività.

Ad esempio, si è osservato che quotare l'impresa costituisce un importante strumento di prevenzione e contrasto al *corporate misconduct*.<sup>80</sup> Questo deriva in primo luogo dal fatto che con la quotazione la società si assoggetta a un insieme di regole e di controlli molto più stringente e penetrante rispetto a quello cui risulta soggetta quale società privata. Si pensi alle più volte richiamate regole di *disclosure*, fin dagli albori del diritto dei mercati finanziari considerate un efficace presidio contro comportamenti scorretti o fraudolenti,<sup>81</sup> e alla presenza di un organo pubblico dotato di penetranti poteri di vigilanza e sanzionatori. Le regole e i controlli in parola rappresentano un ovvio strumento di contrasto al *corporate misconduct*.<sup>82</sup>

Ma vi sono anche altri fattori che contribuiscono ad un più efficace contrasto di questo tipo di comportamenti. È stato recentemente sottolineato che la possibilità di trarre profitto, attraverso il *trading*, dalla scoperta di eventuali irregolarità offre a una serie di sofisticati operatori del mercato, quali *short sellers*, analisti, giornalisti finanziari, forti incentivi a indagare e scoprire eventuali comportamenti scorretti.<sup>83</sup> Chiaramente, incentivi di questo tipo sono assenti fintantoché la società sceglie di non quotarsi, conservando il proprio *status* di società privata.

---

<sup>78</sup> V. POLLMAN, *Private Company Lies*, 109 Geo. L.J. 353, 358.

<sup>79</sup> V. *supra*, par. 6 e 8.

<sup>80</sup> WANSLEY, *Taming Unicorns*, 97 Ind. L. J. (2021) (forthcoming), reperibile su: <https://ssrn.com/abstract=3801131>.

<sup>81</sup> Viene naturalmente alla mente la celebre metafora del giudice Louis D. Brandeis: "Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman" (LOUIS D. BRANDEIS, *Other's People Money*, 1933, 62).

<sup>82</sup> Quello riferito nel testo non è peraltro l'unico beneficio che può riconnettersi alla quotazione. Ad esempio, si è sottolineato che la quotazione "democratizza" le opportunità di investimento, consentendo anche al comune investitore *retail* di acquistare azioni di promettenti nuove società e quindi partecipare ai relativi profitti, altrimenti appannaggio esclusivo degli investitori "professionali" e dunque, principalmente, di individui benestanti e operatori professionali del mercato. V. RODRIGUES, *Securities Law's Dirty Little Secret*, 81 Fordham L. Rev. 3389 (2013).

<sup>83</sup> WANSLEY, *Taming Unicorns*, cit., p. 2.

In effetti, alcuni noti “unicorni” – così vengono pittorescamente definite le società di grandi dimensioni, usualmente appartenenti a settori *hi-tech* come internet, telecomunicazioni, biotecnologie e cresciute grazie al sostegno del *venture capital*, che hanno scelto di non quotarsi pur avendo raggiunto dimensioni e un livello di maturità più che adeguati<sup>84</sup> – si sono resi protagonisti di gravi irregolarità o comportamenti scorretti.<sup>85</sup> Mentre alcuni riconducono il fenomeno a fattori di tipo psicologico o culturale, fra cui l’affermazione di valori e culture aziendali che incoraggiano o giustificano la violazione della legge,<sup>86</sup> altri lo ricollegano proprio alla scelta di non quotarsi<sup>87</sup> e quindi alla mancata attivazione di quei meccanismi – regolamentari e non – che nelle società quotate contribuiscono a prevenire il *corporate misconduct*.<sup>88</sup>

Alcuni suggeriscono pertanto di estendere a queste grandi società l’applicazione delle regole di trasparenza proprie delle società quotate o di regole di trasparenza *ad hoc*,<sup>89</sup> ovvero di altre disposizioni proprie della *securities regulation*.<sup>90</sup> L’idea è cioè quella di imporre a queste società lo *status* di società pubblica (o para-pubblica), al fine di ridurre l’incidenza dei suaccennati comportamenti scorretti e, più in generale, accrescerne il livello di *accountability* verso gli *stakeholder* e la collettività.<sup>91</sup> È un problema affascinante che in questa sede, a conclusione di queste brevi riflessioni, ci si limita semplicemente a segnalare, affidando ad altri studi il compito di affrontarlo con maggiore completezza.

---

<sup>84</sup> Una recente analisi del fenomeno, ricca di dati, è quella di BROWN-WILES, *The Growing Blessing of Unicorns: The Changing Nature of the Market for Privately Funded Companies*, 32 J. App. Corp. Fin. 52 (2020).

<sup>85</sup> I casi più noti e discussi sono quelli di Uber, WeWork, Theranos. Vedine una descrizione in POLLMAN, *Private Company Lies*, cit., 454 ss.; WANSLEY, *Taming Unicorns*, cit., 13 ss.; LANGEVOORT-SALE, *Corporate Adolescence: Why Did “We” Not Work?* (2021), reperibile su: <https://ssrn.com/abstract=3762718>.

<sup>86</sup> POLLMAN, *Private Company Lies*, cit., 383 ss. In tema v. anche LANGEVOORT-SALE, *Corporate Adolescence* cit., *passim*.

<sup>87</sup> V. WANSLEY, *Taming Unicorns*, cit., 3 secondo cui l’assenza di un mercato secondario liquido in cui scambiare le azioni delle società private riduce gli incentivi a cercare e rivelare informazioni concernenti eventuali comportamenti scorretti o fraudolenti.

<sup>88</sup> È quasi inutile sottolineare, peraltro, come questi meccanismi siano comunque imperfetti, come dimostrano i numerosi scandali finanziari che hanno coinvolto società quotate: si pensi ai noti casi Parmalat e Enron, oggetto di grande dibattito a cavallo del nuovo millennio, ma anche al più recente scandalo Wirecard.

<sup>89</sup> V. ad es. FAN, *Regulating Unicorns: Disclosure and the New Private Economy*, 57 B.C. L. Rev. 583 (2016); GUTTENTAG, *Patching a Hole in the JOBS Act: How and Why to Rewrite the Rules That Require Firms to Make Periodic Disclosures*, 88 Ind. L.J. 151 (2013); POLLMAN, *Information issues*, cit., spec. 221 ss.

<sup>90</sup> POLLMAN, *Private Company Lies*, cit., spec. 390 ss.

<sup>91</sup> In tema, oltre ai contributi richiamati alle note che precedono, v. POLLMAN, *Information Issues*, cit., *passim*.

## Bibliografia

FILIPPO ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in Riv. soc., 2020, 242 ss.

LUIGI ARDIZZONE, *Fondi di private equity e riflessi giuridici nella gestione e nella struttura delle PMI*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del convegno di Courmayeur 14-15 settembre 2018, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 169 ss.

LUCIAN BEBCHUK & SCOTT HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. 2029 (2019)

LUCIAN BEBCHUK & KOBI KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 Va. L. Rev. 585 (2017)

LUIGI A. BIANCHI, *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in AGE, 2002, fasc. 1, 69 ss.

BERNARD S. BLACK, RONALD J. GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, 47 J. Fin. Econ. 243 (1998)

DMITRI BOREIKO & STEFANO LOMBARDO, *Lockup clauses in Italian IPOs*, 23 Applied Fin. Econ. 221 (2013)

LOUIS D. BRANDEIS, *Other's People Money: and How the Bankers Use It*, 1933

KEITH C. BROWN & KENNETH W. WILES, *The Growing Blessing of Unicorns: The Changing Nature of the Market for Privately Funded Companies*, 32 J. App. Corp. Fin. 52 (2020)

ALON BRAV & PAUL A. GOMPERS, *The Role of Lockups in Initial Public Offerings*, 16 Rev. Fin. Stud. 1 (2003)

MATTHIAS BREUER, CHRISTIAN LEUZ, STEVEN VANHAVERBEKE, *Reporting Regulation and Corporate Innovation*, 2019, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3449813>

THOMAS J. CHEMMANUR & PAOLO FULGHIERI, *A Theory of the Going-Public Decision*, 12 Rev. Fin. Stud. 249 (1999)

RENZO COSTI, *Il mercato mobiliare*, 12° ed. a cura di Sergio Gilotta, Torino, Giappichelli, 2020, 201.

DOUGLAS CUMMING, GRANT FLEMING, ARMIN SCHWIENBACHER, *Legality and venture capital exits*, 12 J. Corp. Fin. 214 (2006)

STEVEN DAVIDOFF SOLOMON, *Facebook and the 500-Person Threshold*, New York Times Dealbook (3 gennaio 2011), <http://dealbook.nytimes.com/2011/01/03/facebook-and-the-500-person-threshold/>

NICOLA DE LUCA, *Il disinvestimento collettivo (venture capitalist, soci imprenditori, ecc.) tramite trade sales: influenza e contrasti tra regole negoziali (“tag-” e “drag-along”) e disciplina legale delle operazioni di trasferimento del controllo*, in questo Volume, pp. —.

PETER-JAN ENGELN, MICHELE MEOLI, ANDREA SIGNORI, SILVIO VISMARA, *The effects of stricter regulation on the going public decision of small and knowledge-intensive firms*, 47 J. Bus. Fin. Acc. 188 (2020)

LUCA ENRIQUES & SERGIO GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di Niamh Moloney, Eilís Ferran, Jennifer Payne, Oxford, OUP, 2015, 511 ss.

JENNIFER S. FAN, *Regulating Unicorns: Disclosure and the New Private Economy*, 57 B.C. L. Rev. 583 (2016)

RAFFAELE FELICETTI, *Il disinvestimento unilaterale (venture capitalist): la c.d. “redemption” (tramite put options o riscatto della partecipazione) e patto leonino*, in questo Volume, pp. —.

GUIDO FERRARINI, *L’ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e “self-listing”*, in AGE, 2002, fasc. 1, 11 ss.

GUIDO FERRARINI & ANDREA OTTOLIA, *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs*, 9 Eur. Rev. Contract L. 363 (2013)

JESSE M. FRIED & MIRA GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 N.Y.U. L. REV. 967 (2006)

FEDERICO GHEZZI & JOLE BERTONE, *Della costituzione per pubblica sottoscrizione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti et al, Milano, EGEA, 2008, pp. 265 ss.

RONALD J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 Stan. L. Rev. 1067 (2003)

RONALD J. GILSON & ALAN SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, 169 J. Inst. & Theor. Econ. (2013)

PAUL GOMPERS, *Grandstanding in the venture capital industry*, 42 J. Fin. Econ. 133 (1996)

PAUL GOMPERS & JOSH LERNER, *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, 39 J.L. & Econ. 463 (1996)

D. GORDON SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, 53 UCLA L. Rev. 315 (2005)

ZOHAR GOSHEN & ASSAF HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 Yale L.J. 560 (2016)

MICHEAL D. GUTTENTAG, *Patching a Hole in the JOBS Act: How and Why to Rewrite the Rules That Require Firms to Make Periodic Disclosures*, 88 Ind. L.J. 151 (2013)

BRONWYN H. HALL, *The Financing of Innovative Firms*, 1 Rev. Econ. & Inst. 1 (2010)

THOMAS HELLMAN & MANJU PURI, *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*, 57 J. Fin. 169 (2002)

DARIAN M. IBRAHIM, *The New Exit in Venture Capital*, 65 Vand. L. Rev. 1 (2012)

DONALD C LANGEVOORT & HILLARY A. SALE, *Corporate Adolescence: Why Did “We” Not Work?* (2021), reperibile su: <https://ssrn.com/abstract=3762718>

DONALD C. LANGEVOORT & ROBERT B. THOMPSON, *“Publicness” in Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act*, Geo. L.J. 337-386 (2013), 338 s.

MARK A. LEMLEY & ANDREW MCCREARY, *Exit Strategy*, 101 B.U. L. REV. 1 (2021)

CHRISTIAN LEUZ & PETER WISOCKY, *The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research*, ECGI Law Working Paper n° 306/2016, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=2733831>

STEFANO LOMBARDO, *Il capital raising: AIM, SPAC, Equity-crowdfunding e private placements*, nel presente *Volume*, pp. \_\_\_.

F. WILLIAM McNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, Harvard Law Sch. Forum on Corp. Governance & Fin. Regulation (24 giugno 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/24/getting-to-know-you-the-case-for-significant-shareholder-engagement/>

CASIMIRO A. NIGRO & JÖRG R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, 22 Eur. Bus. Org. L. Rev. 39 (2021)

PARMY OLSON, *Facebook Closes \$19 Billion WhatsApp Deal*, Forbes (6 ottobre 2014) <https://www.forbes.com/sites/parmyolson/2014/10/06/facebook-closes-19-billion-whatsapp-deal/?sh=1dc0391d5c66>

ANDREA PERRONE, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Oxford, OUP, 2018, 253 ss.

LUKAS PLATTNER, *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI, in Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del convegno di Courmayeur 14-15 settembre 2018, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 177 ss.

POLITECNICO DI MILANO, *Aim Italia 2009-2019*, disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/speciali/decennale-aim-italia/keystatistics/ricercapolitecnicodimilano.pdf>

ELIZABETH POLLMAN, *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 U. Penn. L. Rev. 179 (1012)

USHA RODRIGUES, *Securities Law's Dirty Little Secret*, 81 Fordham L. Rev. 3389 (2013)

EVELYN M. RUSLI, *Facebook Buys Instagram for \$1 Billion*, New York Times Dealbook (9 aprile 2012) <https://dealbook.nytimes.com/2012/04/09/facebook-buys-instagram-for-1-billion/>

JEFF SCHWARTZ, *The Twilight of Equity Liquidity*, 34 Cardozo L. Rev. 531 (2012)

ARMIN SCHWIENBACHER, *Venture Capital Exits*, 2009, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1367047>

MATTHEW WANSLEY, *Taming Unicorns*, 97 Ind. L. J. (2021) (forthcoming), reperibile su:  
<https://ssrn.com/abstract=3801131>

AMY DEEN WESTBROOK & DAVID A. WESTBROOK, *Unicorns, Guardians, and the Concentration of the U.S. Equity Markets*, 96 Neb. L. Rev. 688 (2018)