

La

Finanza

per la

crescita

delle

PMI

La finanza per la crescita delle PMI

Il capitale di rischio

L'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio

Con il termine “investimento istituzionale nel capitale di rischio” si intende l'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo.

Congiuntamente ai mezzi finanziari, l'investitore istituzionale offre esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali ed una rete di contatti con altri investitori e istituzioni finanziarie.

Un imprenditore, o aspirante tale, che abbia un valido progetto per iniziare una nuova attività o che desideri sviluppare un'attività già esistente o che si trovi nella necessità di riorganizzare l'assetto proprietario dell'azienda o di modificarne la struttura finanziaria, può rivolgersi ad un investitore istituzionale.

Venture Capital e Private Equity

L'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio viene generalmente definita con i termini venture capital e private equity.

Pur essendo spesso utilizzati come sinonimi, il venture capital vero e proprio si riferisce al finanziamento dell'avvio di nuove imprese, mentre il private equity comprende le operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale.

È bene comunque precisare, che, tra gli operatori del settore e sulla stampa specializzata, private equity è divenuto il termine utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, “il mestiere” dell'investitore nel capitale di rischio.

Gli operatori attivi in tale mercato vengono spesso definiti, genericamente, venture capitalist, indipendentemente dalla tipologia di operazioni che pongono in essere, o, meno frequentemente private equity investors, qualora ci si riferisca a soggetti focalizzati sulle fasi avanzate del ciclo di vita delle imprese.

Obiettivi dell'investitore

L'obiettivo dell'investitore istituzionale è quello di realizzare, nel medio termine, un importante guadagno di capitale (capital gain) attraverso la cessione della partecipazione acquisita. Per guadagno di capitale si intende l'incremento di valore della partecipazione maturato dal momento dell'assunzione della partecipazione a quello della cessione e monetizzazione della stessa.

In generale, il buon esito dell'intervento è determinato dalla capacità dell'investitore di contribuire a creare valore all'interno dell'impresa, generando, così, nella maggior parte dei casi, ricchezza anche per l'intero tessuto economico e imprenditoriale del Paese.

Le imprese target

L'investitore istituzionale concentra la sua attenzione sui progetti caratterizzati da un elevato potenziale di sviluppo, cioè su iniziative per le quali l'apporto di capitale e di competenza professionale da parte sua possa accelerare il processo di creazione di valore.

L'investitore, in particolare, tenderà a privilegiare imprese:

- con un valido progetto di sviluppo e con prospettive di crescita sia dimensionale, che reddituale. Si tratta quindi di imprese con un prodotto/servizio di successo, caratterizzato da scarsa imitabilità e bassa sostituibilità rispetto ai prodotti concorrenti, il cui mercato di riferimento presenti ancora elevate potenzialità di espansione;
- guidate da un imprenditore valido, che si dimostri determinato, ambizioso e corretto nella realizzazione del progetto di sviluppo. L'imprenditore deve quindi perseguire obiettivi di sviluppo dell'impresa e di affermazione personale impegnativi, ma realistici, tali da suscitare fiducia nell'investitore;
- con un buon management, formato da persone con consolidata esperienza e con conoscenza specifica del settore;
- per le quali sia possibile prevedere in prospettiva una modalità di disinvestimento, che consenta di facilitare il realizzo del capital gain.

Non solo vantaggi finanziari per l'impresa target

Oltre agli apporti più strettamente finanziari, alcuni specifici vantaggi che possono essere ottenuti grazie alla partecipazione al capitale di un investitore istituzionale sono i seguenti:

- collaborazione nel tracciare una strategia di sviluppo e nel perseguirla, sfruttando le occasioni di crescita esterna, attraverso acquisizioni, fusioni, concentrazioni, joint venture con altre imprese del settore;
- maggiore funzionalità della compagine sociale, che facilita anche la eventuale liquidazione dei soci che non sono più interessati a partecipare all'impresa, senza drenare risorse dalla società;
- un contributo alla realizzazione di una gestione più professionale e manageriale, attraverso l'attenuazione degli eventuali condizionamenti che provengono dalla sfera degli interessi personali e familiari e, comunque, la migliore o più professionale regolamentazione dei rapporti impresa-famiglia;
- crescita del potere contrattuale dell'impresa, grazie alla presenza dell'investitore come azionista di rilievo;
- miglioramento dell'immagine dell'impresa nei confronti delle banche e del mercato finanziario, che eleva l'affidabilità finanziaria dell'impresa e agevola il reperimento di finanziamenti anche per lo sviluppo del capitale circolante;
- maggior capacità di attrarre management capace ed esperto.

**Differenze
rispetto un
finanziamento
tradizionale**

All'imprenditore sono generalmente note le "regole" del finanziamento di tipo tradizionale, ottenibile, ad esempio, da un istituto di credito.

Egli sa, dunque, che la capacità di ripagare il debito, sottoforma di quote di capitale e di interessi, è garantita dal patrimonio aziendale e, talora, dai suoi beni personali.

Nel caso in cui risulti impossibile il rimborso del prestito, la banca può chiedere che l'azienda venga messa in liquidazione e può rivalersi sul suo attivo. L'investitore nel capitale di rischio, invece, non chiede garanzie, ma si accolla una parte del rischio di impresa come gli altri azionisti.

Le banche, d'altra parte, in qualità di fornitori di capitale di debito, non sono direttamente interessate al processo di creazione di valore dell'impresa, ma solo alla solvibilità finanziaria, mentre l'investitore, che condivide con l'imprenditore l'incremento di valore della partecipazione, farà di tutto per aiutare la crescita dell'impresa.

La Borsa per le PMI

**Cosa
rappresenta**

Non si tratta solo di accedere ad un nuovo canale di finanziamento: con la quotazione prende vita un processo che modifica sia il sistema proprietario e manageriale, sia i rapporti con clienti, fornitori, dipendenti e con l'ambiente finanziario in genere. Si tratta, dunque, di una decisione di rilevanza strategica che deve essere presa dopo un'attenta valutazione dell'impatto sull'attività aziendale e confrontando benefici e svantaggi legati alla scelta. Solo così si può comprendere se risultino più utili strade di crescita alternative

**I vantaggi della
quotazione**

La quotazione è una opportunità per le imprese, purché le stesse siano disposte a fare un "salto di qualità".

Poiché l'impresa quotata assume un interesse "pubblico", è importante che l'attività aziendale sia coerente con l'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti e con la trasparenza della gestione e della comunicazione.

Anche se i benefici possono essere diversi per ogni realtà imprenditoriale, è possibile, comunque, identificare una serie di vantaggi, di carattere generale, riconducibili alla decisione di quotarsi:

- Più solidità alla struttura finanziaria. L'ammissione al listino consente all'impresa di accedere ad un nuovo canale, stabile, di finanziamento. Le risorse raccolte possono servire ad alimentare il capitale circolante o il capitale fisso e rendono più solida e articolata la struttura finanziaria
- Capitali freschi per finanziare progetti di crescita. Grazie all'afflusso di capitali legati alla quotazione, un'azienda può finanziare investimenti strategici in tempi rapidi e con capitale di rischio, svincolandosi dal tradizionale canale di finanziamento bancario. Diventa così più agevole sostenere strategie di crescita interna e/o esterna, quali, ad esempio, l'ampliamento della propria capacità produttiva o l'acquisizione di un'impresa concorrente.

- Una migliore immagine aziendale. Lo stato di impresa quotata conferisce notorietà e prestigio. La maggiore trasparenza dei bilanci, unita alla maggiore chiarezza delle strategie aziendali migliorano lo standing creditizio della società, cioè il rapporto con le banche, e aumentano il valore dell'azienda. Più in generale, l'obbligo di revisione dei bilanci, la necessità di fornire informazioni periodiche dettagliate sugli accadimenti societari, le regole di **corporate governance** e l'esistenza di organismi esterni preposti al controllo inducono fiducia e sicurezza negli attori del mercato finanziario e del sistema competitivo in cui l'impresa opera.
- Manager più qualificati. Un'impresa quotata acquista visibilità sui media e riceve un'attenzione particolare da parte degli investitori. Questi aspetti, che si aggiungono alla trasparenza nella gestione aziendale, contribuiscono ad attrarre manager qualificati. Inoltre, esistono maggiori possibilità di premiare i manager con piani di stock option (vedi glossario), in modo da rafforzare il loro vincolo di fedeltà all'azienda. D'altra parte, il fatto di lavorare in un'impresa sottoposta al quotidiano giudizio del mercato motiva il management stesso e lo porta ad assumersi una responsabilità maggiore e un impegno particolare nella risoluzione dei problemi aziendali, che coinvolgono una molteplicità di interessi.
- Si trasforma la proprietà dell'impresa. La quotazione può anche rappresentare, per gli azionisti, un'opportunità per liquidare o rendere più facilmente liquidabile il proprio pacchetto azionario. Diversi sono i motivi che potrebbero dar luogo a questa esigenza. Per esempio, la volontà di monetizzare e diversificare il patrimonio dopo avere reinvestito per anni gli utili nell'impresa di famiglia; oppure, l'impossibilità, per l'imprenditore ormai giunto alla fase di passaggio generazionale, di identificare un successore nella conduzione della società. La quotazione può soddisfare, inoltre, l'esigenza di liquidare la quota di soci desiderosi di uscire dalla compagine sociale, senza che ciò comporti impegni finanziari per gli altri azionisti o per la società stessa.
- Maggiore redditività per gli azionisti. Il processo di cambiamento che accompagna l'ammissione in Borsa di un'impresa comporta, generalmente, più efficienti sistemi di gestione aziendale, congiuntamente a sistemi di programmazione e controllo più avanzati e a nuovi meccanismi operativi. Tutto ciò può portare a una migliore redditività del capitale investito nell'impresa e a maggiori guadagni per gli investitori. Le migliori performance possono anche generare un vantaggio competitivo, frutto di nuove competenze e di accessibilità a maggiori risorse finanziarie, che agevola l'impresa nel perseguimento della leadership di mercato o nell'ampliamento della propria quota di mercato. Ciò garantisce la continuità nel tempo dei buoni risultati raggiunti.

Le criticità della quotazione

Quotarsi in Borsa comporta un cambiamento culturale ed operativo che conduce ad innegabili vantaggi, ma costringe anche a sforzi non solo monetari. Alcuni di questi cambiamenti che, a prima vista, potrebbero essere interpretati dall'imprenditore come eccessivamente onerosi, vanno comunque a beneficio della gestione aziendale nel lungo periodo, perché contribuiscono a rendere l'azienda più competitiva e più affidabile. Dei principali cambiamenti che si devono affrontare è importante sottolineare alcuni aspetti:

- **Necessità di cambiamento organizzativo, operativo e manageriale.** La preparazione della società alla quotazione coinvolge tutta la gestione aziendale, comprendendo i sistemi informativi, i meccanismi operativi, ma anche la cultura manageriale. Tra l'altro, un'impresa quotata deve assoggettarsi ad alcune regole, dette di corporate governance, volte ad instaurare un corretto equilibrio tra potere societario e rispetto del mercato. Cambiano, dunque, le modalità di nomina ed il ruolo del collegio sindacale e del Consiglio di Amministrazione ed è necessario un profondo ripensamento dello Statuto, anche tenendo conto di quanto stabilito dal Codice di autodisciplina delle società quotate. Qualora l'imprenditore non intenda farsi carico di questo cambiamento o non ne comprenda la valenza, allora il cambiamento interno va interpretato come uno svantaggio, oltre che un costo.
- **L'azienda non è più la famiglia.** È frequente, soprattutto per le imprese di minori dimensioni, l'esistenza di una commistione tra il patrimonio personale dell'imprenditore e il patrimonio societario, sia per quanto riguarda i beni posseduti, sia con riferimento ad alcune spese correnti, quali gli stipendi. L'apertura al mercato comporta la necessità di separare nettamente il patrimonio e gli interessi familiari da quelli aziendali ai fini di una corretta gestione e di una crescente professionalità nella struttura.
- **I costi della scelta.** È opportuno considerare anche i costi vivi che sono legati al processo di preparazione alla quotazione. I costi di consorzio variano a seconda della dimensione del collocamento e del settore in cui opera l'emittente (a volte le banche propongono pacchetti comprensivi dei costi del Road Show). Le spese legali e di revisione variano molto a seconda della dimensione della società.
- **L'accuratezza nelle previsioni.** Ai manager di un'impresa quotata in Borsa è richiesto di rispettare le previsioni sulla crescita e lo sviluppo aziendale. È molto importante che il management faccia ipotesi accurate sui risultati attesi, in quanto il mancato raggiungimento degli obiettivi previsti può causare reazioni negative del mercato.
- **È il mercato che fa il prezzo.** La quotazione implica, da una parte, un maggior grado di certezza sul valore del titolo, che viene definito giornalmente. Dall'altra parte, però, lo stesso valore è maggiormente esposto a variabilità, dal momento che può essere influenzato dall'andamento congiunturale del mercato azionario e da attività speculative, senza riflettere a pieno le politiche gestionali e le strategie dell'impresa. Il prezzo di quotazione riflette, nel tempo, il valore effettivo della società. Ma in certi momenti esso può non riflettere correttamente tale valore per l'effetto di andamenti generali di mercato.

- La diluizione della proprietà. Naturalmente, la quotazione comporta una ridefinizione dell'assetto proprietario dell'azienda e, in particolare, una diluizione della quota di controllo degli azionisti esistenti. L'imprenditore spesso è riluttante all'allargamento della compagine sociale, che preferisce conservare circoscritta in ambito familiare. È evidente che in questo caso non deve procedere alla quotazione. Ma se procede deve essere ben consapevole che la presenza di soci estranei all'ambito familiare richiede nuove attenzioni e comportamenti ed un preciso rispetto delle regole di mercato poste a tutela di tutti gli azionisti. Il rischio di una perdita di controllo derivante da "scalate" ostili è tanto maggiore quanto maggiore è la quota di capitale ceduta e collocata sul mercato, e quanto peggiori sono le performance del titolo. In realtà, potrebbe non esistere un serio pericolo fino al momento in cui non sorgono fratture all'interno del gruppo di controllo

Quale mercato scegliere¹

La prima alternativa che si pone nella scelta del mercato è tra la Borsa Italiana e le Borse Estere. Di fatto, la scelta della localizzazione geografica del mercato deve dipendere dall'ambito in cui l'impresa vuole rafforzare o consolidare la propria immagine e dove, quindi, concentra i suoi maggiori interessi commerciali. Inoltre, è importante valutare con attenzione anche le diverse opportunità di quotazione in termini di: dimensione, connessione con altre Borse, eventuale specializzazione per caratteristiche dimensionali o settoriali, trasparenza e efficienza, costi di quotazione e di mantenimento, effetti fiscali.

Più nello specifico, il sistema mercati di Borsa Italiana si articola in modo da rispondere alle particolari esigenze di ogni tipologia di azienda. In particolare, le società che intendono quotarsi hanno a disposizione 3 mercati o segmenti in grado di valorizzare al meglio le loro caratteristiche:

- il segmento Blue Chip, dedicato alle aziende di grandi dimensioni, con una capitalizzazione attesa superiore ad 1 miliardo di euro;
- il segmento Standard e il segmento STAR (dedicato alle società che rispondono a requisiti di governance più elevati), per le aziende di medie dimensioni, con una capitalizzazione compresa tra i 40 milioni di euro e il miliardo;
- il mercato Expandi, per le aziende con una capitalizzazione attesa inferiore ai 40 milioni di euro.

Il Segmento STAR e il Mercato Expandi, in particolare, testimoniamo il costante impegno di Borsa Italiana nel valorizzare le medie e piccole imprese italiane al fine di creare un ambiente favorevole per il loro sviluppo.

Il mercato Expandi

Il Mercato Expandi è un mercato disegnato per le società di piccole dimensioni che vogliono reperire nuovi capitali minimizzando il costo e i tempi della quotazione.

- La Borsa era preclusa alle aziende di piccole dimensioni. La capitalizzazione minima per Expandi è 1 milione di €.
- Permette di raccogliere capitali in diverse fasi in base a piani industriali meno aggressivi. Il flottante minimo è il 10% (per Star è il 35%).

E' possibile effettuare un'offerta solo istituzionale (oltre alle consuete operazioni miste di offerta istituzionale e pubblica).

¹ Borsa Italiana.

2

- Non impone cambiamenti o integrazioni degli organi societari (es. CdA, Comitati, Investor Relator) e non impone (una volta che la società è quotata) la redazione delle trimestrali (ma solo bilancio e relazione semestrale).
- La documentazione necessaria per la quotazione è limitata.
- Una volta decisa la quotazione, impegna l'imprenditore e il top management per tempi limitati (la quotazione si concretizza in 2-4 mesi).
- Richiede un investimento specifico per la quotazione proporzionato alle dimensioni societarie, consentendo risparmi nell'ordine del 25% dei costi di quotazione.

La qualità delle imprese sul Mercato Expandi è ricercata dalle banche nel track record espresso nei numeri storici: l'ammissione viene subordinata alla verifica della sussistenza di indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi. La società deve presentare negli ultimi due esercizi:

- Risultato operativo lordo positivo, Risultato ordinario positivo, Risultato netto positivo (solo consolidato se redatto).
- Rapporto debito finanziario netto/risultato operativo lordo inferiore a 4 (solo consolidato se redatto).
- Il risultato netto dell'ultimo esercizio deve essere almeno pari a 100.000 euro (solo consolidato se redatto).

La società deve presentare prima del filing:

- Rapporto debito finanziario netto/risultato operativo lordo inferiore a 4 (solo consolidato se redatto).

² Borsa Italiana.