

Il Mercato Alternativo del Capitale (MAC)

Scritto da Roberta Ficacci

In Italia, nel settembre 2007, è nato un nuovo mercato dedicato alla piccola e media impresa: il MAC, Mercato Alternativo del Capitale. Come è noto il sistema economico italiano è composto da un numero relativamente modesto di aziende di dimensioni medio-grandi e da un consistente tessuto di piccole e medie imprese.

Su un totale di circa 7 milioni di imprese 6,5 milioni sono stimate avere un fatturato inferiore a 2 mln € e 350000 mostrano un fatturato compreso tra i 2 e i 50 mln €.

Il contributo percentuale che le PMI italiane donano al PIL è notevole, ed è maggiore rispetto a quello rilevato per gli altri paesi europei.

C'è da ammettere però che ad oggi le piccole e medie imprese italiane presentano criticità strutturali legate soprattutto all'eccessivo ricorso all'indebitamento per finanziare la maggior parte dei loro progetti di crescita.

Questo da un lato genera incoerenza nella struttura finanziaria (in quanto spesso accade che impieghi a medio-lungo termine vengano finanziati con fonti a breve termine) e dall'altro una conseguente, e più generale, situazione di sottocapitalizzazione (infatti la dotazione media di capitale rappresenta solo il 30% del passivo delle PMI). Il MAC nasce dunque come opportunità per:

1. finanziare progetti di sviluppo per le piccole e medie imprese con obiettivi di crescita;
2. reperire fonti finanziarie alternative all'indebitamento atte a riequilibrare la struttura finanziaria delle PMI (anche in funzione dell'entrata in vigore dell'accordo di Basilea 2, in base ai quali le banche erogatrici del credito attribuiscono un rating più elevato alle società con una maggiore capitalizzazione);
3. facilitare la dismissione delle quote di partecipazione nel capitale di rischio delle PMI detenute dagli operatori di private equity.

Il MAC, dunque, costituisce un'opportunità "nuova" perché fino ad oggi il capitale di rischio poteva essere accessibile ai terzi solo attraverso:

1. la quotazione delle PMI su un mercato regolamentato;
- 2.

la partecipazione al capitale sociale da parte di un investitore istituzionale.

La prima opzione è rappresentata dalla possibilità di quotarsi sul Mercato Expandi (realisticamente il più accessibile per la PMI) dove:

.

i titoli quotati possono essere negoziati anche dagli investitori retail,

per quotarsi è necessario redigere il prospetto informativo,

sono previsti: flottante minimo, capitalizzazione minima e il rispetto di determinati requisiti patrimoniali.

Questa opzione non è stata utilizzata molto dalla PMI italiana per l'onerosità del procedimento di ammissione al mercato stesso.

Il mercato alternativo del capitale promuove un sistema di scambi organizzati (SSO) del capitale di rischio delle PMI, riservato esclusivamente agli investitori istituzionali (i più adatti a valorizzare i progetti di crescita di medio-lungo termine dell'impresa e che, grazie alla loro professionalità non necessitano di forme di particolare tutela nelle scelte di investimento es. prospetto informativo), fondato su requisiti di accesso semplificati e sulla partecipazione di banche che operano nel territorio di riferimento dell'impresa. È gestito, come Expandi, da Borsa Italiana.

È un mercato che non richiede per le PMI sconvolgimenti interni, ristrutturazioni radicali nei sistemi informativi e di controllo della gestione, e che mira a salvaguardare la fondamentale autonomia decisionale dell'imprenditore.

Caratteristica distintiva del MAC risiede nel procedimento di ammissione che può essere scomposto nelle seguenti fasi:

1. l'impresa contatta lo Sponsor il quale ha il compito di guidare l'impresa nella redazione della domanda di ammissione e della nota informativa;
2. l'impresa viene presentata allo Specialista che curerà l'organizzazione del collocamento privato. Esso è il soggetto che mette in contatto l'impresa con gli investitori istituzionali che operano nell'area geografica e nel settore economico di riferimento dell'impresa, comunicando la strategia di sviluppo e il piano di impresa (Road Show);
3. l'impresa presenta la domanda di ammissione a Borsa Italiana;
4. l'impresa ottiene l'ammissione delle negoziazioni; deliberata entro dieci giorni dalla domanda di ammissione a Borsa Italiana.

Da un primo confronto della "vecchia" opzione Expandi con la nuova opzione MAC è evidente che i requisiti da ammissione di quest'ultimo sono meno stringenti. Differenze fondamentali si riscontrano nei requisiti minimi di capitalizzazione e flottante, richiesti per quotarsi su Expandi; lo stesso vale per il che track record che deve risultare positivo (risultato operativo lordo - risultato operativo netto, risultato netto Debito finanziario netto / risultato operativo > 4). Differenza fondamentale sta però nella obbligatorietà della preparazione del prospetto informativo per accedere ad Expandi (la cui determinazione richiede un'istruttoria da parte della Consob che si riflette sul timing, allungandolo di circa due mesi) e sui costi della procedura di ammissione.

Requisiti questi non considerati come tali per l'accesso al MAC e in luogo dei quali viene richiesto la presenza di un intermediario finanziario specializzato, lo Sponsor, che accompagna la società durante tutta la procedura di ammissione al mercato e successivamente può curarsi, magari lui stesso nella veste di Specialista, delle negoziazioni dei titoli della società avendo premura di creare un

Il Mercato Alternativo del Capitale (MAC)

Scritto da Roberta Ficacci

prezzo di riferimento settimanale per le quote favorendo, in questo modo, l'incontro tra domanda ed offerta di capitale.

Ultima tra le differenze, ma non per importanza, è la preclusione alle negoziazioni dei titoli sul MAC, degli investitori retail, grazie alla quale le società quotande non debbono redigere documenti informativi eccessivamente onerosi.

Il Mercato Alternativo dei Capitali non nasce però dalla felice intuizione degli economisti italiani ma è stato costituito prendendo a modello un altro mercato: l'AIM, Alternative Investment Market che, venuto alla luce nel 1995 in Inghilterra, rappresenta ad oggi la più fortunata esperienza di "secondo Mercato" (cioè dedicato alle piccole e medie imprese).

Requisiti minimi per l'ammissione e la quotazione su questo mercato sono:

-
- nessun limite minimo di capitalizzazione,
-

-
- nessun limite minimo di flottante,
-

-
- in virtù poi della presenza di un partner specializzato che accompagna la PMI nella procedura di ammissione, il NOMAD (Nominated Advisor), non è richiesta istruttoria da parte dell'LSE,
-

le negoziazioni sono aperte anche agli investitori retail.

Per il MAC (così come per l'AIM) la figura determinante, il luogo del mercato stesso, diventa lo Sponsor (Nomad) al quale viene demandato il compito di:

- analizzare le società che vogliono entrare nel mercato,
 - aiutare le società a predisporre i documenti necessari al proprio ingresso,
 - controllare la validità dei progetti e delle reali prospettive di sviluppo delle stesse;
- aiutando via via il mercato a comporsi di società virtuose.

La seconda opzione disponibile alle

PMI per aprire il proprio capitale a terzi è quella di venir partecipate da un operatore di Private Equity; cioè da un investitore istituzionale che effettua un investimento nel capitale di rischio della PMI.

Questo, cioè, apporta risorse finanziarie sottoforma di PARTECIPAZIONE al capitale azionario, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un potenziale di sviluppo.

Congiuntamente inoltre l'operatore di PE offre esperienza professionale, competenze tecnico manageriali e una rete di contatti con altri investitori.

L'attività dell'investitore istituzionale si distingue in:

-
- Venture Capital
-

Private Equity

a seconda della fase del ciclo di vita in cui l'azienda si trova quando viene effettuato

l'investimento.

In base a questo principio di distinzione la dottrina riconosce quattro tipi di strategie di investimento:

1.

Early stage (finanziamento della fase di avvio);

2.

Expansion (finanziamento della fase di crescita);

3.

Replecement o Buy-out (finanziamento della fase di maturità);

4.

Turnaround (finanziamento della fase di crisi).

L'investitore istituzionale è dunque qualificabile come

socio temporaneo

della società che, nel momento in cui lo riterrà strategicamente più opportuno, smobilizzerà la propria quota raggiungendo l'obiettivo ultimo del proprio investimento: realizzare il più elevato Capital Gain.

L'entità del guadagno di capitale dipenderà dall'istante

t

e dal canale di Way-ouy scelto per il disinvestimento.

A tal proposito riconosciamo cinque canali fondamentali di dismissione:

1. la Borsa o canale borsistico (vendita delle quote su mercato regolamentato, IPO);
2. Trade sale (cessione della partecipazione ad un'altra azienda);
3. Secondary buy-out ("passaggio del testimone" ad un altro investitore istituzionale)
4. Buy-back (l'imprenditore riacquista la quota inizialmente ceduta all'investitore istituzionale);
5. Write-off (qual'ora l'iniziativa imprenditoriale fallisca, l'investitore dovrà registrare una perdita in conto capitale)

Questo rapporto tra l'impresa e l'investitore istituzionale, risulta essere caratterizzato da:

- onerosità del processo di incontro tra domanda e offerta di quote di capitale;

·

imposizione di clausole limitative all'autonomia gestionale dell'imprenditore;

·

i fondi stessi che, quasi sempre, acquisiscono la maggior parte del capitale di rischio della PMI. Ecco dunque materializzarsi il "cordone" di collegamento tra la nascita di un mercato come il MAC e l'attività del PE.

Il MAC, oltre ad essere una buona cilindro dal quale pescare direttamente le risorse finanziarie necessarie all'impresa per il proprio sviluppo, funge anche da canale preferenziale per gli operatori di PE che vogliono smobilizzare i propri investimenti nelle PMI perché trovano finalmente un mercato dedicato, un mercato ad hoc. Si intuisce una qualche sinergia tra le due

entità, ma di che tipo? È forse il MAC ad incentivare lo sviluppo dell'attività del PE oppure è l'attività del PE a fungere da motore per lo sviluppo di questo nuovo mercato?

In linea di principio non è possibile sostenere a priori né l'una né l'altra tesi.

Tuttavia possiamo avanzare delle considerazioni:

1. i requisiti e la procedura di ammissione rendono il MAC un canale molto appetibile sia per le società che vogliono aprire il proprio capitale al mercato sia per gli operatori Private che saranno incentivati ad utilizzarlo per la dismissione delle proprie quote di partecipazione;

2. le strategie di Way-out tramite IPO contribuiscono ad aumentare il numero di società quotate conferendo spessore al mercato; ciò contribuisce a diminuire il rischio di liquidità che solitamente caratterizza i portafogli Private costituiti da acquisizioni di equity nelle PMI;

3. l'uso del canale "MAC" aumenta la velocità di Way-out degli operatori Private dai loro investimenti, con effetti benefici in termini di reimpiego delle proprie risorse in nuovi progetti forieri di sviluppo.

Ad oggi il numero delle società quotate sul MAC, nonostante gli evidenti vantaggi che garantisce è relativamente modesto (S.E.I.; Area Impianti,; Raffaele Caruso; Pontelambro). L'ostacolo più grande che frena l'esplosione di questo nuovo organo è la titubanza degli imprenditori ad aprire le porte del proprio capitale a terzi per l'incubo dell'interferenza nella gestione da parte di terzi che ne potrebbe derivare (perpetuando in questo modo il modello di proprietà chiuso al quale siamo abituati), gli elevati costi per l'ammissione al mercato (vedi Expandi) e la facilità straordinaria del ricorso al credito bancario per finanziare progetti di crescita imprenditoriale.

La soluzione al problema è semplice: una politica di informazione dei benefici derivanti dal MAC che ne incentivi l'utilizzo. Tutto ciò che è nuovo spaventa e l'imprenditore italiano, geneticamente è portato a pensare che il termine cambiamento sia sinonimo automatico di peggioramento. Così non è, Il MAC è una ottima idea; è un validissimo strumento pensato appositamente per le delle piccole unità che costituiscono il sistema economico del nostro e non può non essere messo a frutto.