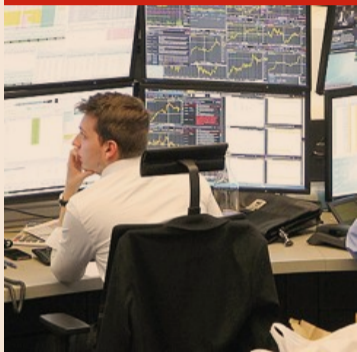


## LA QUOTAZIONE IN BORSA



**Sistemi di negoziazione diversi**  
Nell'ambito di un sistema finanziario orientato al mercato, la quotazione in borsa rappresenta la modalità principe del ricorso delle imprese al finanziamento mediante il capitale di rischio. Si tratta altresì di una delle exit privilegiate nel caso del disinvestimento di un fondo di private equity da un'impresa che è stata oggetto di una operazione di Lbo o di growth capital.  
In Italia esistono dei sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) quale, ad esempio, l'Aim, che costituisce la classica opzione di acclimatazione alla borsa, rispetto

ai mercati veri e propri, quale l'Mta (mercato telematico azionario), all'interno del quale spicca il segmento dello Star.  
La quotazione può avvenire con modalità Ops, ovvero con un aumento di capitale che fa affluire nuove risorse all'impresa, con modalità Opv, la quale determina il disimpegno dei vecchi soci senza afflusso di risorse per la società o con modalità mista fra le due. Per quanto concerne, poi, la quotazione delle Pmi esiste l'incentivo fiscale del cosiddetto bonus quotazioni, che si sostanzia in un apposito credito d'imposta utilizzabile in compensazione

## LA SPAC



**Liquidità reperita in Borsa**  
La Spac (special purpose acquisition company) è un veicolo che viene costituito da un gruppo di promotori, che hanno esperienza e conseguente notorietà sul mercato, allo scopo di individuare una società target (la cosiddetta business combination) per poi procedere ad un'integrazione fra le due entità, di solito per il tramite di una fusione.  
La Spac si quota in borsa per reperire la liquidità necessaria per l'integrazione della business combination in un arco temporale di 12-24 mesi.  
Attraverso la successiva fusione, la

target viene ad essere essa stessa quotata, configurandosi quindi l'operazione come un'accelerazione del processo di quotazione in borsa. Al tempo stesso la Spac si viene a configurare come un'alternativa alla classica operazione di private equity, connotandosi, poi, per una minore conflittualità fra i soci rispetto alle operazioni citate. Infine, occorre considerare che la quotazione della target garantisce, sempre a differenza del private equity, la costante possibilità di liquidare l'investimento, ciò costituendo un ulteriore elemento di appeal di questa operazione

## GLI STRUMENTI IBRIDI



**Tra debito ed equity**  
Tra gli strumenti ibridi, che contengono sia debito, sia equity, ricordiamo le obbligazioni subordinate partecipative, il prestito mezzanino, gli stessi strumenti finanziari partecipativi. Le prime risultano più rischiose rispetto al semplice minibond per via della subordinazione e per il fatto che la remunerazione è in parte commisurata agli utili della società emittente. Tale componente di costo è anche fiscalmente deducibile, rispetto alla tradizionale indeducibilità propria delle componenti di tipo equity.

Il prestito mezzanino, detto anche debito subordinato o junior, si colloca a metà strada fra il debito senior e l'equity, quindi è subordinato rispetto al senior ma viene rimborsato prima dell'equity. È una struttura ibrida in quanto accanto al debito esiste una componente di equity (equity kicker).  
Costituiscono una forma ibrida anche gli strumenti finanziari partecipativi, emessi solo dalle società per azioni. Il titolare di essi non diviene socio (è escluso infatti il diritto di voto), ma acquisisce soltanto diritti patrimoniali, amministrativi o misti

## I FONDI DI VENTURE CAPITAL



**Opzione per i finanziamenti iniziali**  
Il venture capital consiste nella fase iniziale del private equity, coincidente con il finanziamento degli stadi iniziali dell'impresa, quali:  
• il seed financing;  
• lo start up financing;  
• il first stage financing.  
Trattandosi della fase iniziale di vita, il venture capital si caratterizza per l'elevata rischiosezza connessa all'alta probabilità di insuccesso e di mortalità dell'impresa. Nel finanziamento del venture capital, che richiede per questi motivi l'iniezione di capitale di rischio, il fondo specializzato è consapevole che a fronte di una serie di

investimenti un certo numero di questi determineranno un write off della partecipazione, mentre solo pochi genereranno un ritorno positivo dell'investimento effettuato.  
Di matrice tipicamente anglosassone, dal venture capital è atteso un forte sviluppo a seguito delle innovazioni che sono state introdotte in questo ambito dalla recente legge di Bilancio per il 2019 (Legge 145/18), con la regolamentazione dei cosiddetti fondi di venture capital (Fvc).  
Ciò è a testimonianza di un interesse sempre crescente verso le Pmi italiane

**Oltre le banche.** Piani di sviluppo a medio-lungo termine

# Il sistema vira verso il mercato

Il sistema finanziario italiano è da sempre tradizionalmente orientato agli intermediari, rappresentando la banca l'interlocutore principe dell'impresa come risposta a tutte le necessità finanziarie di quest'ultima.

Da sempre, però, ci si interroga circa la necessità di ridurre questo vincolo di dipendenza dal partner bancario, passando a un sistema che sia maggiormente orientato al mercato.

Questa tendenza si è accentuata negli ultimi anni a partire dal 2012.

Tuttavia, ciò non deve far pensare a un abbandono della banca, che resta sempre il punto di riferimento dell'impresa.

Ma, per ciò che concerne le esigenze finanziarie legate a piani di sviluppo a medio lungo termine, vi sono altre soluzioni che spesso possono rivelarsi più indicate.

Si tratta in particolare del finanziamento della crescita interna (sviluppo di mercati o prodotti) ed esterna (acquisizioni) dell'impresa per le quali si prospettano una serie di soluzioni - di equity, di debito o mixate fra di loro - alternative al classico finanziamento bancario, quali ad esempio il venture capital, il private equity, la quotazione in borsa, la Spac, il private debt.

Vediamone in dettaglio le caratteristiche e le differenze.

Il private equity rappresenta l'investimento nel capitale di rischio delle imprese da parte di un fondo con un orizzonte temporale limitato, tendenzialmente nell'arco di 5-7 anni, per accompagnare la crescita e lo sviluppo delle stesse.

Tale nozione generica ricomprende interventi in imprese che si trovano in stadi differenti della loro fase di vita.

Tutta la fase di finanziamento per così dire "embrionale" prende il nome di venture capital, riguardando le fasi di seed financing, start up, early stage financing.

Essa si caratterizza per un elevato rischio connesso alla alta probabilità di mortalità dell'impresa, intimamente legata alla sua fase iniziale.

Ciò determina la circostanza per cui gli interventi di venture capital avvengono tipicamente sotto la forma dell'equity, posto che in questo stadio embrionale non ci può essere spazio per il debito.

Le successive fasi del private equity riguardano invece imprese più mature, in grado di produrre un flusso di cassa stabile e costante. Si distinguono così le operazioni di growth equity da quelle di Lbo (leveraged buy out).

Le prime si contraddistinguono per un intervento di un fondo tipicamente in minoranza, mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale ad hoc per un investi-

mento di tipo finanziario. L'impresa effettua un aumento di capitale riservato la cui finalità è il finanziamento dello sviluppo.

Differente è il caso del Lbo nel quale fa il proprio ingresso il debito, con misure da definirsi ad hoc e legate anche alla pratica di mercato del momento. Tipicamente si tratta dell'operazione con cui il fondo costituisce una newco, provvede poi a reperire il debito in modo tale da addivenire a un corretto mix tra le due fonti; poi acquisisce con queste risorse un'impresa target e quindi procede alla fusione delle due, facendo sì che il debito venga a coincidere col soggetto generatore della cassa necessaria a ripagare lo stesso.

Al private equity, che si caratterizza per l'apporto di equity, tranne nell'ipotesi del Lbo in cui si fa ricorso anche al debito, si contrappone invece il private debt che, come il termine stesso suggerisce, comporta il ricorso al debi-

## INEVOLUZIONE

L'istituto di credito resta un punto di riferimento ma si stanno moltiplicando soluzioni finanziarie legate a piani di sviluppo

to. In realtà poi gli aspetti risultano meno nitidi e più complessi, giacché le forme più standardizzate, quali le emissioni di minibond, si sostanziano in un debito tout court, più immediatamente confrontabile con il classico prestito bancario.

Invece le forme più di tipo "tailor made" prevedono la presenza di componenti di natura equity, con l'utilizzo di strumenti ibridi e un costo delle soluzioni che, per via della maggior complessità e rischiosezza, tende a essere superiore.

Sempre nell'ambito dell'equity ritroviamo i due canali relativi alla quotazione in Borsa e alla Spac.

La prima è la soluzione principe per quelle imprese che decidono di diventare "pubbliche" attraverso una modalità che tende, seppur spesso gradualmente, a un azionariato diffuso.

In virtù della dimensione dell'impresa si può accedere a sistemi multilaterali di negoziazione (i cosiddetti Mtf) come l'Aim piuttosto che al listino principale (Mta - mercato telematico azionario) o al suo segmento speciale Star.

La Spac (special purpose acquisition company) è invece una newco che si quota e procede poi ad una integrazione con una business combination che in tal modo verrà a essere quotata.