

Giovanni Alterini, Paolo Paoli

MAC: la borsa dei piccoli

**Uno strumento di sviluppo
per le PMI**

ECONOMIA



FrancoAngeli



MANAGEMENT

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a "FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano".

Giovanni Alterini, Paolo Paoli

MAC: la borsa dei piccoli

**Uno strumento di sviluppo
per le PMI**

FrancoAngeli

Grafica della copertina: Elena Pellegrini

Copyright © 2009 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni qui sotto previste. All'Utente è concessa una licenza d'uso dell'opera secondo quanto così specificato:

1. L'Utente è autorizzato a memorizzare l'opera sul proprio pc o altro supporto sempre di propria pertinenza attraverso l'operazione di download. Non è consentito conservare alcuna copia dell'opera (o parti di essa) su network dove potrebbe essere utilizzata da più computer contemporaneamente;
2. L'Utente è autorizzato a fare uso esclusivamente a scopo personale (di studio e di ricerca) e non commerciale di detta copia digitale dell'opera. Non è autorizzato ad effettuare stampe dell'opera (o di parti di essa).
Sono esclusi utilizzi direttamente o indirettamente commerciali dell'opera (o di parti di essa);
3. L'Utente non è autorizzato a trasmettere a terzi (con qualsiasi mezzo incluso fax ed e-mail) la riproduzione digitale o cartacea dell'opera (o parte di essa);
4. è vietata la modificazione, la traduzione, l'adattamento totale o parziale dell'opera e/o il loro utilizzo per l'inclusione in miscellanee, raccolte, o comunque opere derivate.

Indice

| | |
|---|--------|
| Introduzione , di <i>Giovanni Bizzarri</i> | pag. 9 |
| 1. Mercati finanziari e PMI , di <i>Paolo Paoli</i> | » 11 |
| 1. Introduzione | » 11 |
| 2. Il finanziamento delle imprese italiane | » 14 |
| 3. Gli strumenti per le PMI | » 17 |
| 3.1. I motivi della quotazione | » 24 |
| 3.1.1. Reperimento di risorse per la crescita e lo sviluppo aziendale | » 24 |
| 3.1.2. Incremento della notorietà e della visibilità sul mercato | » 25 |
| 3.1.3. Opportunità di liquidare i vecchi soci | » 27 |
| 3.1.4. Migliorare l'organizzazione aziendale | » 28 |
| 3.2. I vincoli della quotazione | » 31 |
| 3.2.1. Diluizione del capitale e ingerenza di terzi | » 32 |
| 3.2.2. Valutazione dell'impresa | » 33 |
| 3.2.3. Riorganizzazione aziendale | » 33 |
| 3.2.4. Costi | » 34 |
| 4. I sistemi di scambio organizzati (SSO) | » 35 |
| 5. Mercati regolamentati e sistema degli scambi organizzati | » 37 |
| 5.1. Mercati non regolamentati (OTC – Over The Counter) | » 44 |
| 6. Conclusioni | » 44 |
| 2. Un mercato alternativo dei capitali per l'impresa medio-piccola: il MAC , di <i>Giovanni Alterini</i> | » 47 |
| 1. Introduzione | » 47 |

| | |
|---|---------|
| 2. Il regolamento del MAC | pag. 48 |
| 2.1. I principi cardine del MAC | » 48 |
| 2.2. Gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni | » 49 |
| 2.3. Requisiti delle società Emittenti | » 50 |
| 2.4. La procedura d'ammissione | » 52 |
| 2.5. Obblighi Generali degli Emittenti | » 55 |
| 2.6. Obblighi Informativi periodici | » 56 |
| 2.7. Attività d'accertamento | » 58 |
| 2.8. La partecipazione al mercato | » 59 |
| 2.8.1. Lo Sponsor: ruolo e rapporto con l'Emittente | » 62 |
| 2.8.2. I Negoziatori | » 63 |
| 2.8.3. L'operatore specialista | » 65 |
| 2.9. Modalità di esecuzione delle negoziazioni | » 67 |
| 2.9.1. Strumenti finanziari ammessi e lotto minimo | » 68 |
| 2.9.2. Svolgimento delle negoziazioni | » 68 |
| 2.9.3. Operazioni concluse al di fuori del MAC | » 72 |
| 2.9.4. Registrazione delle operazioni | » 72 |
| 2.9.5. Regolamento e compensazione | » 73 |
| 2.10. Vigilanza | » 73 |
| 2.11. Sospensione, revoca ed esclusione delle Azioni dalle negoziazioni | » 74 |
| 2.12. Controversie | » 75 |
| 3. Una visione comparata: AIM presso il LSE, di Giovanni Alterini | » 77 |
| 1. Introduzione | » 77 |
| 2. Cenni sul funzionamento del mercato AIM | » 77 |
| 3. Fiscalità in AIM | » 87 |
| 4. Proposte per un vero mercato alternativo del capitale, di Giovanni Alterini e Paolo Paoli | » 91 |
| 1. Introduzione | » 91 |
| 2. Il potenziale di settore: esiste la domanda per il MAC? | » 94 |
| 3. Proposte strutturali di mercato per la crescita del MAC | » 97 |
| 4. Proposte strutturali legislative per la crescita del MAC | » 102 |

| | |
|---|----------|
| 5. Aspetti operativi del MAC , di <i>Paolo Paoli</i> | pag. 111 |
| 1. Introduzione | » 111 |
| 2. Aspetti operativi | » 111 |
| 2.1. Modalità di investimento e struttura delle negoziazioni | » 111 |
| 2.2. Quotarsi al MAC | » 112 |
| 2.3. Procedura per l'ammissione al MAC | » 112 |
| 2.4. I ruoli di sponsor advisor e specialista sul MAC | » 113 |
| 2.5. I documenti per l'ammissione al MAC | » 113 |
| 2.6. I principali costi per l'ammissione al MAC | » 114 |
| 2.7. Calendario di negoziazione | » 115 |
| 2.8. Giorni e Orari di negoziazione | » 115 |
| 2.9. Negoziabilità dei diritti | » 115 |
| 2.10. Procedure di esecuzione coattiva dei contratti | » 116 |
| 2.11. Gestione delle operazioni in fail in caso di corporate events | » 116 |
| 2.12. Date per lo stacco dei dividendi e diritti nonché per l'avvio delle operazioni di raggruppamento e frazionamento | » 116 |
| 2.13. Limite di variazione del prezzo delle proposte di negoziazione e delle quotazioni, applicabile sia nella Sessione d'Asta che in quella Fuori Asta | » 117 |
| 2.14. I negoziatori del MAC | » 117 |
| 3. La gestione futura | » 124 |
| Allegati | » 127 |
| Bibliografia | » 211 |

Introduzione

La “Borsa dei piccoli” ben si adatta al Paese dei piccoli imprenditori, ovvero il nostro.

Da una parte la globalizzazione e la rincorsa della dimensione, dall'altra la rete sempre più estesa anche verso i piccoli protagonisti dell'economia.

Tutto si può fare nel mondo dell'information technology.

Il titolo del libro inganna: al suo interno il lettore troverà un vasto contenuto tecnico. Gli argomenti relativi ai sistemi di scambio organizzati e alle altre rivoluzioni introdotte da MIFID sono affrontati dai due autori con una meticolosità tale da costituire un testo di riferimento.

L'argomento del libro è il MAC, Mercato Alternativo dei Capitali, ispirato all'esperienza inglese dell'AIM.

La scommessa è quella di portare verso questo mercato le piccole aziende italiane che vogliono crescere senza troppi debiti e senza troppa burocrazia. Il contesto industriale italiano ben rispecchia questa categoria e non è rappresentato a livello di mercati maggiori. Gli autori mettono in evidenza la semplicità del processo di “listing” indicando come unica vera forza conduttrice il passaggio attraverso lo sponsor, ovvero l'accompagnatore e il garante della serietà del progetto. Il motto del MAC potrebbe essere: “Da oggi quotarsi è più facile”.

Si inizia con il MAC e poi si passa ai mercati più maturi in un crescendo di oneri e onori che vanno di pari passo con il successo dell'impresa.

Gli autori accennano anche all'Expandi come primo mercato retail con requisiti di quotazione ridotti.

L'Expandi potrebbe rappresentare il primo potenziale di uscita per i *private equity funds*, investitori fondamentali per l'alimentazione del MAC.

Ci auguriamo che in Italia, Paese del Bot e del mattone, iniziative come questo libro aumentino la cultura capitalistica necessaria per uscire dal sistema della rendita parassitaria.

Credo che il MAC abbia ragione a privilegiare la spinta dal basso visto che i numeri sono fondamentali e l'Italia è il Paese dei piccoli.

Giovanni Bizzarri
Presidente Banca IFIGEST SpA

1. Mercati finanziari e PMI

di *Paolo Paoli*

1. Introduzione

La letteratura economica e l'esperienza descritta dalla storia delle singole imprese appaiono oramai concordi nell'individuare un ruolo specifico dei mercati finanziari nello sviluppo dei sistemi economici.

Le imprese rivelano infatti esigenze di crescita interna ed esterna, di raggiungimento e di mantenimento di elevati livelli di competitività, di finanziamento di progetti di investimento e di realizzazione di innovative idee imprenditoriali.

È compito degli attori del sistema finanziario, e tra questi delle società di gestione dei mercati azionari, creare le migliori condizioni per valorizzare il tessuto economico nazionale fornendo alle imprese gli strumenti necessari per cogliere le opportunità loro offerte dalle mutevoli condizioni competitive.

Un sistema finanziario dinamico, un adeguato contesto istituzionale che ne costituisce il quadro di riferimento, un'ampia articolazione dei servizi offerti, le professionalità che tale sistema esprime sono una misura e al contempo condizione indispensabile per la crescita dell'economia di un Paese.

È assolutamente noto che il sistema industriale italiano si fonda sulla piccola e media impresa: dati recenti rilevano come le così dette micro-imprese (fino a dieci addetti), le piccole imprese (fino a cinquanta addetti) e le medie imprese (fino a duecentocinquanta addetti) rappresentano in pratica la totalità delle imprese italiane e circa l'ottanta per cento degli occupati.

La gestione familiare e l'organizzazione per distretti rappresentano caratteristiche importanti del sistema, non senza effetti sulla stabilità dello stesso e sulla sua capacità di perdurare.

Naturalmente vi è qualche differenza in ottica territoriale (al Meridione queste caratteristiche sono ancor più accentuate) e di settore (è evidente che i così detti servizi alla persona, quali ristorazione, ospitalità alberghiera,

commercio al dettaglio, “piccola” edilizia sono mediamente più piccoli di settori industriali) ma il quadro è chiaro e, tutto sommato, semplice.

Né sembra che il trend in corso possa modificare, neppure nel medio periodo, lo *status quo*. Il capitalismo italiano è e rimane un capitalismo medio-piccolo a base familiare, con controllo societario chiuso e definito, con leve decisionali aziendali nelle mani di poche persone (una...?), con una forte dipendenza dal capitale di debito (finanziario) e una quasi assoluta assenza di investitori esterni, con una sostanziale rinuncia a darsi un assetto organizzativo basato su competenza manageriali.

Riassumendo quanto sopra indicato, in generale la PMI italiana presenta le seguenti caratteristiche:

- una certa confusione tra patrimonio dell’impresa e patrimonio familiare, spesso non completamente separati (sia praticamente che concettualmente);
- una struttura produttiva molto divisa, frammentata, e una dimensione media nettamente inferiore a quella degli altri Paesi europei;
- una costante presenza dell’imprenditore con limitato utilizzo delle deleghe e una quasi nulla fungibilità delle persone;
- un’assenza pressoché totale di sistemi di *governante*;
- una struttura organizzativa, e dei sistemi di pianificazione operativa e di controllo di gestione assenti o non strutturati;
- una struttura finanziaria caratterizzata da elevata incidenza del capitale di debito (con prevalenza assoluta di quello a breve termine);
- una ridottissima (per essere benevoli) propensione all’apertura del capitale al mercato finanziario.

A fronte dell’accelerazione del cambiamento che si sta imponendo nel contesto economico internazionale, si mostrano ancor più evidenti i limiti che contraddistinguono il sistema produttivo italiano. È evidente per tutti che l’inasprimento della competizione internazionale e, in particolare, l’ingresso sullo scenario competitivo internazionale di economie “impressionanti” quali quelle della Cina e dell’India, ha fatto sì che esista una nuova dimensione ottimale dell’azienda, variabile in funzione del settore specifico di riferimento, ma sicuramente superiore a quella media delle PMI italiane.

L’internazionalizzazione delle dinamiche competitive rappresenta una sfida da diversi punti di vista:

- in primo luogo significa dover sopportare la concorrenza dei produttori stranieri sui propri mercati geografici di sbocco;

- in secondo luogo, significa poter espandere la propria presenza su nuovi mercati di sbocco mediante l'attività più immediata di internazionalizzazione, che è rappresentata dalla semplice esportazione;
- infine, non può essere omessa la possibilità di trarre vantaggio dalla globalizzazione mediante l'implementazione di progetti mirati a esternalizzare la produzione in mercati dove il costo del lavoro è più basso.

In ogni caso la necessità di perseguire strategie volte ad affrontare le necessità che emergono dalla globalizzazione dei mercati, implica la realizzazione di importanti investimenti sul territorio nazionale o sui mercati esteri di interesse, con conseguente inevitabile incremento del fabbisogno finanziario.

Vi è un altro fenomeno “pericoloso” per le PMI, collegato al fenomeno dell'internazionalizzazione, che è l'innovazione tecnologica.

Tradizionalmente questo è un terreno adatto alle grandi imprese che normalmente dispongono di una funzione “ricerca e sviluppo” dedicata all'implementazione di soluzioni innovative sia di processo che di prodotto; le PMI trovano più difficoltà a cimentarsi nell'ambito della ricerca finalizzata all'innovazione, dato che:

- solitamente operano in settori più tradizionali;
- soffrono di carenza di risorse finanziarie da destinare alla ricerca;
- normalmente non possono usufruire dei benefici delle economie di scala produttiva.

Quest'ultima motivazione, che emerge dalla considerazione della problematica dell'innovazione tecnologica, in realtà è vera in assoluto, in quanto vale anche per gli investimenti legati all'internazionalizzazione e per tutte le altre problematiche connesse allo sviluppo aziendale, che non può prescindere dall'effettuazione di investimenti.

Le PMI necessitano di nuovi capitali per poter rimanere competitive e tali capitali non possono provenire dalle fonti cui storicamente hanno attinguto e che hanno ormai evidenziato tutti i caratteri deficitari già ampiamente illustrati.

Necessariamente occorre valutare l'opportunità rappresentata da forme di reperimento dei capitali più innovative e affrontare la necessità di aprirsi a nuovi investitori¹.

¹ Molte delle presenti considerazioni, e altre dei paragrafi che seguono, sono state tratte dall'interessante pubblicazione sul mercato *Expandi* di Lorenzo Parrini, che si invita a consultare per un'analisi completa e approfondita. L. Parrini, *Il mercato Expandi. La quotazione in Borsa per le PMI*, Milano, Ipsoa, 2006.

In questo senso Borsa Italiana ha posto al centro della propria attenzione la ristrutturazione dei mercati finanziari italiani, favorendo l'accesso al mercato, e quindi a nuovo capitale, per le società di medie e piccole dimensioni.

In questo modo è stata assicurata la disponibilità di un'importante leva di gestione del processo di riposizionamento competitivo al quale le imprese sono chiamate dalla crescente globalizzazione dei mercati.

Il segmento STAR è stato concepito per colmare le distanze che separano le società di medie dimensioni, pur con ottimi fondamentali e solida posizione competitiva, dal mercato del capitale di rischio. Si tratta di medie imprese "anomale" nel senso che comunque hanno nomi e dimensioni importanti, e che non possono certo rappresentare la media impresa italiana colloquialmente intesa.

Il mercato Expandi appare invece dedicato alla PMI italiana a vocazione internazionale, dotata di know-how specifico, caratterizzata da una struttura semplificata, magari a base familiare.

I mercati dedicati alle PMI in senso "europeo" rappresentano delle risposte efficaci alle esigenze delle imprese che vogliono sviluppare con decisione la propria attività e che per farlo intendono seguire la strada della quotazione in Borsa. Del resto anche la "propensione" alla quotazione sta aumentando (lentamente...), frutto anche dell'importante attività di "sviluppo commerciale" da parte di Borsa Italiana SpA, e degli advisor in generale.

Il MAC appare invece dedicato alla fascia più piccola delle PMI, le "vere" PMI potremmo dire, quelle che devono essere seguite con particolare attenzione da uno strumento su misura, agile, flessibile, relativamente poco costoso, con ridotti livelli di regolamentazione e di adempimenti formali.

2. Il finanziamento delle imprese italiane

Qualsiasi valutazione sul rapporto attuale e prospettico tra sistema produttivo e sistema finanziario in Italia non può prescindere da due elementi distintivi:

1. da un lato la natura del capitalismo italiano, caratterizzato come detto da un numero elevato di piccole e medie imprese: un confronto internazionale segnala come in Italia il 47% dell'occupazione si concentra in microimprese, ovvero imprese con meno di 10 addetti, contro il 27% del Regno Unito, il 22% della Francia, il 20% della Germania;

2. dall'altro i comportamenti effettivi di finanziamento delle imprese, sovente basati sul ricorso all'autofinanziamento e al credito bancario².

L'evoluzione storica dei dati di bilancio aziendali traccia un quadro del tutto simile. In Italia la struttura del passivo delle imprese si caratterizza per un elevato grado di *leverage* medio. Laddove si è registrato un aumento del peso relativo dei mezzi propri – fenomeno che peraltro si è concentrato nella grande impresa italiana impegnata in un profondo processo di ristrutturazione nel corso degli anni Ottanta e '90 – è stato in ogni caso preferito il ricorso all'autofinanziamento piuttosto che l'emissione di nuove azioni sul mercato.

Lo squilibrio verso il breve termine dell'indebitamento bancario delle PMI è senz'altro da ricollegarsi essenzialmente a due fattori:

- da un punto di vista strutturale, la maggiore presenza di indebitamento a breve nella struttura finanziaria delle PMI è giustificata dal fatto che queste realtà spesso operano in settori in cui c'è una minore necessità di investimenti durevoli, per cui il fabbisogno finanziario cui si tende a far fronte mediante il ricorso al credito bancario ha spesso una durata minore rispetto a quella che si riscontra nelle unità produttive maggiori;
- da un punto di vista meramente organizzativo, le PMI denotano spesso gravi carenze in materia di pianificazione finanziaria sia in termini di effettiva mancanza, di una visione di medio/lungo periodo, sia in termini di scarso ricorso a strumenti di finanza quali possono essere il business plan, il budget e il controllo di gestione, con i quali – se correttamente implementati – potrebbe invece essere acquisita maggiore consapevolezza della reale natura dei propri fabbisogni. È evidente che queste lacune organizzative inducono spesso le PMI a fare ricorso a forme di indebitamento più immediate e flessibili, rinviando a periodi futuri la valutazione delle modalità con cui fronteggiare il fabbisogno finanziario degli anni a venire.

È opportuno precisare che, se la maggioranza delle imprese italiane ha storicamente finanziato la propria attività con il credito bancario, oltre che con l'autofinanziamento, le cause non devono essere ricercate solo al-

² L'autofinanziamento sembra pesare per circa il 50% mentre il credito bancario per il 35% (circa 20% con scadenza a breve e la parte restante a medio/lungo termine). È marginale l'utilizzo del mercato, tanto per l'emissione di strumenti obbligazionari che per la realizzazione di aumenti di capitale.

l'interno del sistema impresa. Queste dinamiche sono state determinate anche da motivazioni storiche assolutamente esogene, attribuibili cioè al contesto economico e politico italiano, che non ha saputo adeguatamente valorizzare il mercato del capitale di rischio, sia in termini di finanziamento dell'impresa a opera di soggetti esterni specializzati, sia con riferimento all'opportunità di ingresso in Borsa delle PMI.

Un mercato finanziario efficiente rappresenta uno strumento fondamentale per lo sviluppo delle imprese, che possono così attingere quantitativi di risorse altrimenti difficilmente reperibili. In Italia il finanziamento della spesa pubblica ha a lungo generato un grave squilibrio sui mercati mobiliari: quasi il 90% del risparmio è stato dirottato verso la finanza pubblica (titoli di stato) a preferenza dell'economia produttiva.

L'individuazione dei fattori determinanti dello stato attuale della finanza delle imprese tuttavia non si esaurisce qui. Non si può infatti trascurare che la forte pressione fiscale, motivata dalle necessità di ripianamento dell'eccessivo deficit pubblico, ha indotto le imprese a ricorrere con più facilità al credito bancario allo scopo di beneficiare della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

A margine di queste considerazioni, è interessante sottolineare come il forte indebitamento bancario che contraddistingue molte PMI italiane e che emerge in maniera nitida dalle statistiche di sistema sia strettamente correlato anche alla tipologia di rapporto banca-impresa che si è instaurato in numerosi casi. Il "pluriaffidamento", ossia la diffusa pratica dei fidi multipli che si realizza quando una singola impresa intrattiene rapporti creditizi con una molteplicità di enti creditizi, ha consentito alle PMI di beneficiare di un eccesso di credito rispetto alle concrete necessità. Si tratta di un fenomeno che in passato ha ricevuto largo consenso sia da parte del sistema creditizio sia da parte del settore industriale e che ha contribuito notevolmente a rafforzare il rapporto tra la singola impresa e il sistema bancario nel suo complesso. Per le piccole imprese, invece, non si sono verificati cambiamenti importanti negli ultimi anni per ciò che concerne il citato fenomeno del pluriaffidamento.

In definitiva, tutte le dinamiche menzionate hanno contribuito ad accentuare la centralità del sistema bancario nei rapporti di finanziamento delle imprese in maniera tale che gli enti creditizi sono stati per molti anni gli interlocutori esclusivi delle imprese per il soddisfacimento delle esigenze di copertura del fabbisogno finanziario delle stesse.

Stante questa situazione appare chiaramente come si possano aprire ampi spazi di incentivo all'utilizzo dello strumento del capitale di rischio da parte delle imprese.

Borsa Italiana ha perseguito politiche direttamente volte ad ampliare l'offerta e quindi a favore della creazione di un listino di società quotate maggiormente articolato. Si sono modificati i criteri di ammissione a quotazione, volti a premiare più le possibilità di crescita prospettica delle imprese piuttosto che criteri rigidi e retrospettivi di redditività; si è segmentato il listino al fine di offrire servizi e mercati specifici in base alle diverse esigenze mostrate dalle tipologie di imprese. I segnali di questi cambiamenti si sono già manifestati.

Il ricorso al mercato azionario è aumentato in modo eccezionale, soprattutto nel periodo 1998-2000. Il listino di Borsa Italiana si è ampliato e a gennaio 2008 erano 344 le società quotate. Anche la tipologia delle società di nuova quotazione si è andata modificando: mentre a inizio anni '90 sono spesso approdate al listino società appartenenti a gruppi già quotati, le ammissioni dell'ultimo triennio hanno visto il *listing* di società nuove, autonome rispetto a quelle già a quotazione.

Sul fronte del mercato primario, a partire dal 1997 si è assistito a una rapida espansione del numero di operazioni di raccolta, con il totale complessivo che ha sempre superato i 20 mila milioni di euro annui dal periodo 1997-1999.

3. Gli strumenti per le PMI

Concentrando l'attenzione sul mondo delle PMI, appare ovvio come i vincoli dimensionali delle stesse finiscano con il condizionarne i comportamenti e con il richiedere al sistema finanziario soluzioni di finanziamento *ad hoc*.

Quando l'impresa decide di finanziarsi attraverso l'emissione di nuove azioni, queste possono essere sottoscritte da una pluralità di soggetti:

- soci esistenti;
- nuovi soci industriali;
- fondi di Venture Capital – Private Equity;
- pubblico indistinto e investitori istituzionali, attraverso la quotazione in Borsa.

La sottoscrizione delle azioni da parte dei soci esistenti attraverso la ricapitalizzazione della società può in taluni casi non essere possibile, per mancata disponibilità o volontà dell'imprenditore proprietario di immettere nuovamente capitali nell'impresa. L'ingresso di nuovi soci industriali ri-

sponde invece normalmente a logiche di partnership strategica e quindi di natura industriale piuttosto che a logiche di tipo finanziario.

Lo sviluppo del mercato del capitale di rischio diventa quindi necessario per consentire alle aziende di utilizzare strumenti idonei a finanziare la crescita attraverso un significativo contributo esterno di capitale proprio.

Per questo motivo, quando l'impresa deve crescere, l'apertura del capitale di rischio tramite il ricorso a operatori di Private Equity o alla Borsa può rappresentare una scelta indispensabile per cogliere le opportunità offerte dal mercato e sostenere una crescita equilibrata.

Il Private Equity rappresenta un'attività di investimento nel capitale di rischio di un'impresa da parte di operatori specializzati che accettano di condividere con l'imprenditore il rischio di impresa.

Il Venture Capital rappresenta una particolare forma di Private Equity, riferendosi all'attività di investimento nel capitale di rischio di iniziative imprenditoriali emergenti, di piccole dimensioni, all'inizio del loro sviluppo o in fase di start-up. In Italia, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio ha iniziato a essere svolta in modo professionale e sistematico da un numero significativo di operatori, potendo quindi configurarsi come un vero e proprio settore all'interno del settore finanziario, nella seconda metà degli anni Ottanta.

L'attività di Private Equity viene realizzata da diverse tipologie di operatori e investitori istituzionali:

- fondi chiusi: investitori istituzionali italiani ed esteri che, direttamente o per il tramite di advisor, raccolgono capitali tramite l'emissione di quote per poi gestirli professionalmente in comune;
- banche e finanziarie: intermediari (banche), italiani ed esteri, che organizzano la loro struttura aziendale creando divisioni dedicate all'attività di merchant banking;
- operatori pubblici: intermediari finanziari di matrice pubblica, spesso caratterizzati da un focus regionale e da una finalità di sostegno industriale;
- operatori privati: grandi gruppi industriali che sostengono lo sviluppo di realtà industriali innovative con attività di ricerca o innovazione tecnologica utilizzabili per il proprio sviluppo.

Nel corso degli anni, inoltre, l'attività di investimento nel capitale di rischio si è andata diversificando, in funzione dell'area geografica, del settore, dello stadio di vita del target, della dimensione.

Il Private Equity apporta benefici alle imprese non solo in termini di risorse finanziarie, ma anche per le seguenti componenti:

- competenze finanziarie: l'investitore fornisce, anche grazie alla propria esperienza, un continuo supporto e monitoraggio della situazione finanziaria della partecipata;
- network: l'investitore mette a disposizione dell'impresa l'insieme dei suoi contatti e rapporti di tipo finanziario e industriale;
- reputazione e credibilità: l'ingresso dell'investitore migliora l'immagine aziendale, anche nei confronti delle istituzioni finanziarie (effetto rating);
- gestione professionale e oggettiva: l'ingresso dell'investitore permette un miglioramento della gestione, grazie all'introduzione di validi sistemi di gestione e alla creazione di una struttura managerializzata.

Il Private Equity può essere infine concepito anche come una tappa complementare e precedente all'ultima modalità di reperimento di capitale di rischio analizzata, la quotazione in borsa, in quanto i fondi spesso svolgono l'importante ruolo di sostenere una società prima che essa sia pronta per accedere al listino.

L'apertura della compagine azionaria a un investitore istituzionale, infatti, se da un lato consente di cogliere gli obiettivi che si intendono raggiungere con la quotazione, da un altro rappresenta soprattutto il miglior viatico possibile per prepararsi al meglio, grazie al confronto con l'investitore professionale, al dialogo quotidiano con il mercato borsistico. Tuttavia, la modifica alla struttura dei mercati di Borsa Italiana rappresentata dalla creazione di mercati appositamente dedicati alle PMI, come il MAC o il mercato Expandi, potrebbero dare origine a una diminuzione del numero di società che decidono di avvicinarsi alla Borsa tramite il passaggio intermedio del Private Equity.

La semplificazione del processo di quotazione e dei requisiti di ammissione, unita alla richiesta di requisiti di permanenza minimi, potrebbe infatti stimolare molte aziende ad accedere direttamente al listino attraverso il collocamento delle proprie azioni³.

È dunque strategico poter ampliare la gamma di possibilità di finanziamento esterno da parte delle PMI e la messa in atto di servizi complessi a favore delle stesse che non si limitino all'erogazione di risorse ma tocchino anche temi quali la consulenza, la compartecipazione all'attività manageriale, la condivisione del rischio di impresa.

³ Per le considerazioni che precedono confronta ancora L. Parrini, *op. cit.*