NORME & TRIBUTI
FOCUS

Il Sole 24 ORE

Mercoledì 5 Giugno 2019
www.ilsole24ore.com/focus

LA BUSSOLA

Risorse sul mercato per aziende in salute

di **Alessandro Germani**

Dal 2012 in Italia si sono susseguite diverse misure pensate per incentivare il ricorso alla finanza alternativa: un'espressione che definisce le soluzioni sia di equity sia di debito differenti rispetto al canale bancario. Ma differenti non significa sostitutive, perché la banca resta il partner tradizionale dell'impresa. La legge di Bilancio 2019 e il decreto crescita (Dl 34/2019) hanno spostato, con una scelta encomiabile, il focus sulle Pmi. Lascia più perplessi il recente decreto sui Pir, che conferma i vincoli di investimento verso strumenti ammessi ai sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) e verso il venture capital, non tenendo in debita considerazione l'illiquidità di questi prodotti, che mal si concilia con le logiche del fondo di investimento. In questo senso, gli Eltif potrebbero essere una soluzione. Ma l'impresa che accede al mercato dei capitali deve porsi alcune domande. Da un lato su se stessa, dall'altro su quale sia il canale preferibile.

LA MARGINALITÀ

1 Sul primo aspetto, l'impresa deve essere attraente nei numeri storici e soprattutto prospettici. Attenzione dunque alla marginalità, che è rappresentata dall'Ebitda aziendale, ma anche alla posizione finanziaria netta, che misura l'indebitamento complessivo. Sono i parametri fondamentali della valutazione secondo i multipli di mercato, che è oggi sempre più diffusa. La presenza su settori ad elevato valore aggiunto con Ebitda a doppia cifra aiuta, ma contano parecchio anche la gestione dei costi e l'efficienza industriale.

MINIBOND E PRIVATE DEBT

2 Quanto al secondo, vale la pena ragionare su dove e come reperire le risorse, anche in una logica di acclimatamento. Il primo tentativo può riguardare l'emissione di un minibond, con un costo accessibile rispetto al credito bancario. Strumenti più sofisticati di private debt possono comportare costi maggiori, in linea tuttavia col rischio che il finanziatore si assume.

LA QUOTAZIONE IN BORSA

3 La quotazione in borsa è un passo successivo, anche per i maggiori obblighi di disclosure che comporta, mentre la Spac può essere la soluzione pratica per la quotazione sull'Aim di tante Pmi. È una modalità alternativa al classico private equity, il cui limite è dato dall'approccio invasivo del fondo e dal fatto che l'imprenditore spesso abdica al controllo o ne viene fortemente limitato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

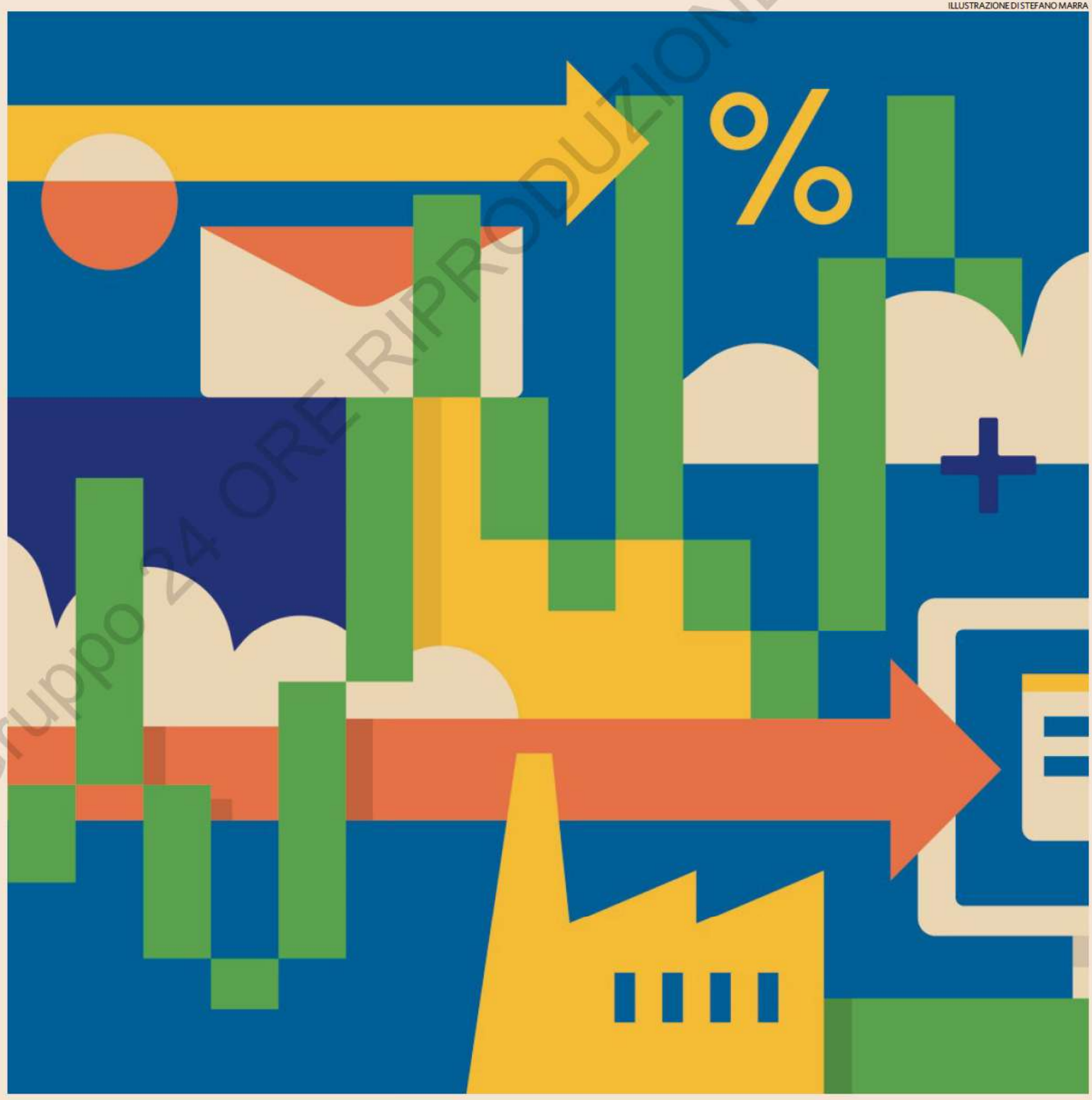
I FOCUS DEL SOLE 24 ORE
Il Sole 24 ORE, Milano, Sett. n. 19.
In vendita abbinata obbligatoria con Il Sole 24 ORE a € 2,50 (I focus del Sole 24 ORE € 0,50 + Il Sole 24 ORE € 2,00)
Chiuso in redazione il 1 giugno 2019

90019
9 772282 452006

PIR, MINIBOND E QUOTAZIONI IN BORSA

Finanza alternativa per le imprese

ILLUSTRAZIONE DI STEFANO MARRA



ALL'INTERNO

I CANALI
Per i finanziamenti aziendali più peso agli strumenti ibridi
- a pagina 5

LA MAPPA
Lo spartiacque per i Pir è fissato alla fine del 2018
- a pagina 7

LE CARATTERISTICHE
Con l'equity impatto profondo su quote sociali e governance
- a pagina 10

IL CASO
Il fondo interviene nel capitale di rischio dell'impresa
- a pagina 12

© RIPRODUZIONE RISERVATA
© Gruppo 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA

Il quadro
TIPOLOGIE D'INVESTIMENTO

Un'ampia scelta per finanziare l'impresa

Il factoring pro soluto genera liquidità senza produrre debito

PAGINE A CURA DI
Alessandro Germani

A favore delle imprese esistono una serie di soluzioni di finanza alternativa a quella bancaria, evidenziate nelle schede a lato, utili a soddisfare le esigenze di medio lungo termine. Gli strumenti in questione riguardano sia l'equity sia il debito. Invece per ciò che concerne il finanziamento delle esigenze di breve termine, tipicamente il circolante, l'ambito di utilizzo è soltanto quello del debito.

La soluzione alternativa a quella bancaria dell'anticipo o sconto fatture appaiono essere le nuove piattaforme di invoice trading.

Queste soluzioni sembrano di notevole interesse in quanto, in primo luogo, si ricollegano a tutto quell'ambito attualmente noto come fintech, relativo a piattaforme che mettono in collegamento operatori in deficit – le imprese – con operatori in surplus – le persone fisiche o gli investitori istituzionali.

L'utilizzo di questa tecnologia consente di rendere più veloce la risposta a fronte dell'esigenza di finanziamento e di conseguire un contenimento di costi, abbattendo quelli fissi.

LA LOGICA DEL FACTORING

La logica dell'invoice trading è assimilabile al factoring, che si suddivide nelle due seguenti modalità:

- quella pro solvendo, in cui il rischio resta a carico dell'impresa finanziata; si tratta di una modalità di mera anticipazione finanziaria, motivo per cui se alla scadenza il debito resta insoluto il soggetto finanziatore si rivarrà sull'impresa creditrice, addebitandole l'importo del credito e le ulteriori spese maturate
- quella pro soluto, in cui invece il rischio si trasla dall'impresa creditrice al soggetto finanziatore, che dovrà eventualmente accollarsi la perdita in caso di insoluto del debitore ceduto alla scadenza.

Va da sé che la formula del factoring pro soluto, nel quale l'impresa cede tutti i rischi connessi alla propria attività commerciale, è più rischiosa per il soggetto finanziatore e dunque si tramuta in una maggiore onerosità per l'impresa, se confrontata con il pro solvendo.

L'impatto a livello di bilancio, in particolare quando l'invoice trading avviene secondo la formula del pro soluto, mostra alcuni aspetti di sicuro appeal se confrontato con il classico anticipo di natura bancaria. Infatti nel caso dell'anticipo bancario, il credito commerciale resta invariato, si registra un introito di liquidità per l'impresa mentre i debiti finanziari si incrementano di pari importo. Quindi la posizione finanziaria netta non migliora né tantomeno migliora il capitale circolante netto.

Nel caso, invece, di utilizzo dell'invoice trading secondo la formula del factoring di tipo pro soluto la rappresentazione di bilancio si fa nettamente preferire. Infatti, il credito commerciale viene meno, si genera un afflusso di liquidità, senza tuttavia che ciò si concretizzi in un debito finanziario. Quindi la posizione finanziaria netta migliora così come il capitale circolante netto.

A fronte dell'interesse delle imprese vale la pena di evidenziare l'appeal di questa forma di investimento, in particolare per ciò che concerne gli investitori istituzionali.

Per questi ultimi può essere interessante in primo luogo il fatto di poter ritrarre dall'investimento a breve termine un rendimento superiore a quello tipico del pronti contro termine.

INVESTIMENTO «ROTATIVO»

L'altro aspetto di interesse è il fatto che l'investimento è di tipo "rotativo".

Circa le modalità di investimento, esse potranno riguardare tanto la forma diretta quanto quella indiretta, che di solito viene preferita in quanto gli istituzionali tendono a demandare ad altri l'asset allocation del proprio portafoglio.

È quindi ipotizzabile l'intervento di una Spv (special purpose vehicle) di cartolarizzazione che acquista le fatture dalla piattaforma ed emette delle Abs (asset backed secutirities) destinate agli istituzionali, che nel proprio portafoglio potranno introdurre queste tranche di cartolarizzazione.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il glossario degli strumenti

I MINIBOND PER LE PMI



Modellabile rispetto al prestito
Con il termine di minibond si intendono quegli strumenti destinati tipicamente a finanziare le piccole e medie imprese, in quanto gli stessi non possono essere emessi né dalle banche, né tantomeno dalle micro-imprese. Il classico investitore di minibond è rappresentato dall'istituzionale (banche, Sim, Oicr, ecc.). Esiste anche la possibilità di quotazione degli stessi presso l'ExtraMot Pro, che è un sistema multilaterale di negoziazione (Mtf). Per l'emittente il costo del minibond va confrontato con il tradizionale prestito bancario, risultando leggermente più oneroso ma anche più modellabile per finanziare acquisizioni o progetti di sviluppo. Dal punto di vista fiscale il sottoscrittore viene tassato attraverso un'imposta sostitutiva del 26% se è un soggetto nettista (persona fisica, ente non commerciale), mentre per il soggetto lordista e sotto certe condizioni la ritenuta viene disapplicata. Per l'emittente, invece, gli interessi passivi sono deducibili secondo il meccanismo del Rol (articolo 96 del Tuir), riformulato secondo i parametri fiscali a seguito della direttiva Atad a partire dal 1° gennaio 2019

I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO



Pir spinti dalle agevolazioni fiscali
I piani individuali di risparmio si configurano come dei contenitori, di strumenti sia di equity, sia di debito, introdotti dalla legge di Bilancio 2017. I Pir sono strumenti destinati al pubblico dei risparmiatori e fanno leva su un'importante agevolazione fiscale, in quanto la detenzione del piano per 5 anni consente di non tassare gli eventuali redditi di capitale (ad esempio, dividendi su azioni) e redditi diversi (capital gain) conseguiti. Per poter beneficiare di questi vantaggi il piano deve essere costruito secondo determinate modalità e vincoli. Inoltre, in considerazione del fatto che è destinato al pubblico dei risparmiatori, un ruolo importante è giocato dalle società di gestione del risparmio (Sgr) e dalle compagnie assicurative, che intervengono nella strutturazione e gestione di questi prodotti. Dopo l'elevato successo riscontrato nel 2017, la legge di bilancio 2019 ha previsto un restyling per le emissioni a partire dal 1° gennaio 2019. Tuttavia, ha demandato ad un decreto del ministero dello Sviluppo economico, pubblicato solo ad inizio maggio, le modalità di investimento, con ciò bloccando le emissioni dei primi mesi dell'anno

IL PRIVATE DEBT



Alternativo al sistema bancario
Il private debt si sostanzia nel ricorso al debito da parte delle imprese alternativo al classico finanziamento bancario. In Italia questa modalità si è diffusa soltanto di recente, a partire dal 2012, in concomitanza, da un lato, con alcuni strumenti legislativi che hanno consentito lo sviluppo di questo mercato e, dall'altro, con la restrizione creditizia determinata dagli stringenti vincoli di Basilea che limitano la classica attività di lending delle banche. Esistono pertanto delle forme di obbligazioni (cosiddetti minibond) emessi dalle Pmi e sottoscritti da investitori professionali fino ad arrivare a strumenti più sofisticati, quali le obbligazioni subordinate partecipative, il debito mezzanino, gli strumenti finanziari partecipativi, che possono racchiudere accanto alla componente di debito anche quella di equity. Questa loro caratteristica ibrida comporta una maggiore rischiosità ed un maggior rendimento richiesto dal sottoscrittore dei titoli. In generale il private debt non è alternativo alla banca, ma serve ad accompagnare l'impresa che necessita di finanza straordinaria

IL PRIVATE EQUITY



Supporto dal capitale di rischio
Il private equity consiste nell'investimento nel capitale di rischio delle imprese per supportarne la crescita e i programmi di sviluppo, per linee interne (nuovi canali e mercati) o esterne (acquisizioni). Si distingue poi in base allo stadio di crescita dell'impresa, in quanto il venture capital riguarda le imprese in fase di start up o comunque iniziale. Di contro l'investimento in imprese mature potrà essere di minoranza (growth equity) oppure di maggioranza, volto al controllo delle stesse. Questa seconda modalità si sostanzia di solito in un Lbo (leveraged buy out), il quale si caratterizza per l'utilizzo della leva finanziaria (debito) per l'acquisizione da parte di una newco di un'impresa target con successiva fusione fra le due, allo scopo di far coincidere il rimborso del debito col soggetto generatore dei cash flow. Pertanto, mentre il venture capital (per via della maggiore rischiosità) e il growth equity prevedono il solo ricorso all'equity, il Lbo, poiché riguarda imprese mature, comporta l'utilizzo anche della componente di debito per il finanziamento dell'acquisizione

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 investimento 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 debito. 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.

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

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 rischiosità, 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 acquistion 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.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA QUOTAZIONE IN BORSA



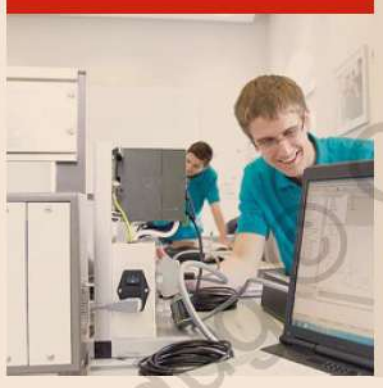
Sistemi di negoziazione diversi
Nell'ambito di un sistema finanziario orientato al mercato, la quotazione in borsa rappresenta la modalità principe del ricorso delle imprese al finanziamento mediante il capitale di rischio. Si tratta altresì di una delle exit privilegiate nel caso del disinvestimento 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 acclimatamento 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 rischiosità 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 numeri 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

Le alternative
IL PESO DELLA FISCALITÀ

La deducibilità degli interessi premia chi sceglie il debito

L'equity è penalizzata dagli aspetti fiscali: i dividendi sono indeducibili

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

La scelta di finanziare la crescita attraverso l'equity o il debito va messa a confronto con le ripercussioni fiscali di un'opzione o dell'altra. Sotto questo profilo, il legislatore può orientare le scelte privilegiando la fiscalità del debito o dell'equity. Tradizionalmente, ma anche attualmente è così, il debito si fa preferire all'equity per ciò che concerne gli aspetti fiscali.

EQUITY

L'equity comporta la possibilità, in capo all'investitore, di incassare i dividendi essendo assoggettato alla relativa tassazione, mentre la società non può dedurre la remunerazione destinata ai soci. In maniera semplificata, si può sintetizzare che una persona fisica non imprenditore è tassata sui dividendi percepiti con una ritenuta a titolo di imposta del 26%, indipendentemente dall'entità della partecipazione detenuta. Invece, se il percettore è una società, i dividendi saranno imponibili in misura pari al 95%. In capo all'impresa, le componenti di remunerazione dell'equity sono da sempre indeducibili, in base a quanto stabilito dall'articolo 109, comma 9, lettera a) del Tuir.

DEBITO

Per quanto riguarda il debito, invece, la sua remunerazione (interesse) corrisponde ad un reddito di capitale per il percettore persona fisica, mentre è una componente del reddito d'impresa nel caso di società. A fronte, tuttavia, della tassazione in capo al percettore, differente è l'effetto in capo all'impresa finanziata. Mentre infatti la remunerazione dell'equity è fiscalmente indeducibile, quella del debito risulta fiscalmente deducibile ai sensi dell'articolo 96 del Tuir.

Questa norma dispone che l'ammontare degli interessi passivi che eccede in ciascun periodo di imposta quello degli interessi attivi è deducibile nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (Rol). Per risultato operativo lordo si intende la differenza tra il valore e i costi della produzione, di cui all'articolo 2425 del Codice civile, lettere a) e b), con esclusione delle voci di cui al numero 10), lettere a) e b) (ammortamenti dei beni materiali e immateriali), e dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali.

LE NOVITÀ

A partire dal periodo d'imposta 2019, a seguito del recepimento della direttiva Atad attraverso il Dlgs 142/2018, questi componenti vanno assunti nella misura risultante dall'applicazione delle disposizioni volte alla determinazione del reddito di impresa. Questo significa che mentre in passato il calcolo del Rol veniva effettuato secondo le regole contabili, ora lo stesso andrà fatto applicando le regole fiscali, il che determina un notevole aggravio dal punto di vista amministrativo.

Le novità ulteriormente introdotte dal Dlgs 142/18 riguardano il riporto in avanti, senza limiti di tempo, degli interessi attivi sia dell'esercizio sia di quelli precedenti. Accanto a questa misura di favore, ne è stata introdotta una penalizzante che riguarda il riporto in avanti del Rol eccedente rispetto agli interessi passivi. Questo finora poteva avvenire senza limiti di tempo, mentre da adesso lo sarà solo nei cinque periodi d'imposta successivi. Infine, i componenti straordinari (positivi e negativi) derivanti dai trasferimenti d'azienda non sono più esclusi dal Rol.

Per quanto riguarda l'equity, accanto all'indeducibilità di base dei dividendi, che genera un regime più penalizzante rispetto al debito, la legge di Bilancio 2019 ha abrogato a partire dal corrente periodo d'imposta anche l'Ace. Questa agevolazione, che negli anni era stata depotenziata a seguito del progressivo abbassamento del coefficiente di remunerazione da applicare alla variazione netta del capitale al fine di calcolare il reddito detassato, diventava rilevante in ipotesi di aumenti di capitale in denaro. Quindi, il suo habitat naturale era quello degli aumenti di capitale effettuati dalle banche ma anche di quelli delle operazioni di private equity. Queste ultime, parlando di finanza alternativa, risultano quindi molto penalizzate dall'abrogazione in questione.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I PUNTI CHIAVE

Pmi
Ai sensi della raccomandazione 2003/361/CE si definiscono:
- piccole imprese quelle con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo (o totale dell'attivo di stato patrimoniale) inferiore a 10 milioni di euro;
- medie imprese quelle con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro (o un totale dell'attivo di stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di euro)

Principio di diritto n. 19 del 2018
È stato chiarito che l'agevolazione del cosiddetto "bonus quotazione" riguarda sia i casi di quotazione con modalità Ops (offerta pubblica di sottoscrizione) ovvero tramite aumento di capitale sia con modalità Opv (offerta pubblica di vendita) ovvero tramite cessione delle partecipazioni da parte dei vecchi soci

L'agevolazione. Sconto nella misura del 50% dei costi

Quotazione Pmi, bonus solo in compensazione

Il legislatore ha stabilito di agevolare, per un arco temporale triennale, i costi di quotazione relativi alle Pmi, come definite dalla raccomandazione Ue 2003/361/Ce.

Pertanto, l'articolo 1, commi 89-92 della legge 205/2017 e il Dm 23 aprile 2018 prevedono il riconoscimento di un credito d'imposta sui costi di consulenza relativi alla quotazione delle Pmi in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione di uno Stato membro Ue o See. Questo può essere riconosciuto, fino ad un importo massimo di 500mila euro, nella misura massima del 50% dei costi complessivamente sostenuti dal 1° gennaio 2018 alla data della quotazione e comunque entro il 31 dicembre 2020.

Le attività di consulenza agevolabili sono quelle:
- finalizzate alla quotazione, come l'implementazione e l'adeguamento del controllo di gestione, l'assistenza nella redazione del piano industriale, il supporto all'impresa;
- fornite durante la fase di ammissione e finalizzate ad attestare l'idoneità della società all'ammissione e alla permanenza sul mercato;
- necessarie per collocare presso gli investitori le azioni quotate;
- finalizzate a supportare l'emittente nella revisione delle informazioni finanziarie storiche o prospettiche finalizzate a predisporre un report (due diligence finanziaria inclusa);
- di assistenza all'emittente nella redazione del documento di ammissione o del prospetto o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati o per la produzione di ricerche;
- riguardanti le questioni legali, fiscali e contrattualistiche inerenti la procedura di quotazione;
- di comunicazione effettuate tramite interviste, comunicati stampa, eventi e presentazioni alla comunità finanziaria.

Deve in ogni caso trattarsi di attività «una tantum», che si sostanzia in servizi non continuativi o periodici e al di fuori dei costi d'esercizio ordinari dell'impresa. La remunerazione può avvenire sia su base fissa sia in parte dipendente dal buon esito della quotazione («success fee»), ma le attività non devono essere prestate da soggetti giuridici collegati all'impesa beneficiaria. I costi dovranno essere attestati dal presidente del collegio sindacale, da un revisore legale o da un professionista iscritto all'albo dei dottori commercialisti ed esperti contabili.

Il credito di imposta è utilizzabile soltanto in compensazione, ai sensi dell'articolo 17 del Dlgs 241/1997, a decorrere dal decimo giorno lavorativo del mese successivo a quello in cui è stata comunicata la concessione. Un aspetto importante è il fatto che lo stesso non è imponibile né ai fini Ires né ai fini Irap. Lo stesso andrà indicato nella dichiarazione relativa al periodo d'imposta in corso alla data della comunicazione e nelle dichiarazioni successive fino a quella del periodo in cui si conclude l'utilizzo. Non si applicano né il limite generale annuale di 700mila euro per le compensazioni nel modello F24 né quello annuale di 250mila euro per le compensazioni da indicare nel quadro RU.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I PRODOTTI IN VETRINA



FISCO ON DEMAND
Plusplus24 Fisco Ai

È il nuovo sistema integrato del Gruppo 24 Ore che si trasforma in assistente di studio. Grazie a un motore di intelligenza si riceverà risposta a qualsiasi domanda.
www.plusplus24fiscoai.com



BANCHE DATI
Smart24 Fisco

Offre 4 formule che rendono il lavoro più efficiente: Smart24 Fisco Pro, Premium o Start per consultare il patrimonio di documentazione fiscale del Sole 24 Ore o Smart24 Fisco Frizzera.
Smart24Fisco.com



L'EXECUTIVE MASTER
Corporate finance

Prenderà il via a Milano il 28 novembre l'executive master «Strategic corporate finance» di 24Ore Business school, rivolto a chief financial officer, imprenditori e professionisti per fornire le competenze per ottimizzare la gestione economico-finanziaria dell'impresa con un utilizzo efficiente e bilanciato di fonti bancarie e non bancarie.
bs.ilsole24ore.com/strategic-corporate-finance

Gli strumenti/1

LE OPZIONI PER GLI OPERATORI

Per i finanziamenti aziendali più peso agli strumenti ibridi

COPIA NON RISERVATA

L'innovazione finanziaria offre numerose opzioni a cavallo tra azioni e obbligazioni

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

Le imprese possono essere finanziate con strumenti di equity, di debito o ibridi, che sono di fatto una commistione fra i due. L'ambito dell'equity è riconducibile alle azioni, le quali, a differenza delle obbligazioni, non danno al possessore alcun diritto alla restituzione del capitale conferito. Ciò significa che gli azionisti sono postergati rispetto a tutti gli altri creditori della società, compresi gli obbligazionisti, essendo gli ultimi a venire rimborsati in caso di liquidazione o di procedure fallimentari.

Esistono varie tipologie di azioni. Quelle ordinarie attribuiscono al titolare pieni diritti sia di natura amministrativa (diritto di voto ed intervento nelle assemblee), sia patrimoniale (diritto agli utili). Esistono poi tutte le altre categorie quali:

- le azioni di risparmio, prive del diritto di voto, ma che garantiscono un dividendo minimo annuo;
- le azioni a favore dei prestatori di lavoro;
- le azioni correlate (cosiddette tracking shares), i cui diritti patrimoniali sono correlati ai risultati dell'attività in un determinato settore;
- le azioni privilegiate, che accanto alla limitazione nel diritto di voto assicurano un rendimento addizionale rispetto al dividendo delle ordinarie;
- le azioni con prestazioni accessorie e quelle di godimento.

L'ambito del debito è invece riconducibile alle obbligazioni, ovvero titoli nominativi o al portatore che rappresentano frazioni di uguale valore nominale e con uguali diritti rispetto ad un'unitaria operazione di finanziamento a titolo di mutuo. La grossa differenza fra capitale di rischio e capitale di credito risiede nel fatto che il primo non dà garanzia né di restituzione del capitale, né tantomeno di incasso dei dividendi, mentre il secondo, generalmente, garantisce il diritto all'interesse anche se la società è in perdita e quello alla restituzione del capitale. Questi tipici diritti sono insiti nelle obbligazioni ordinarie, che possono essere emesse dalle società per azioni e da quelle in accomandita per azioni. Invece le Srl emettono i cosiddetti titoli di debito (articolo 2483 del Codice civile), destinati agli investitori professionali.

OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI

Il netto confine di demarcazione fra equity e debito nel tempo, con il proliferare dell'innovazione finanziaria, si è andato affievolendo, e ciò ha portato alla sempre più frequente comparsa di strumenti ibridi, via di mezzo fra equity e debito. Un tipico esempio in questo senso sono le obbligazioni convertibili, che danno la possibilità al sottoscrittore di mutare il proprio status da quello di creditore della società a quello di socio, attraverso la conversione. Altro esempio sono le obbligazioni cum warrant, il cui possessore, previo esborso di una somma ulteriore, accanto alla posizione di obbligazionista può assumere anche quella di azionista.

SFP E SFNP

Un tipico esempio di strumenti di confine è rappresentato poi dagli strumenti finanziari partecipativi (Sfp) e da quelli non partecipativi (Sfnp). Vediamone la sostanza. I primi, disciplinati dall'articolo 2346, comma 6 del Codice civile, attribuiscono diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti, limitandosi la loro prerogativa alla nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo. Essi partecipano al rischio d'impresa, pur non venendo imputati a capitale i conferimenti eseguiti a fronte della loro emissione. Trovano quindi collocazione nel patrimonio netto della società che li emette, ma non danno diritto in capo al possessore alla loro restituzione, essendo equiparati sotto questo profilo all'equity, anche se non si tratta tecnicamente di azioni. Gli strumenti finanziari non partecipativi sono invece disciplinati dall'articolo 2411, comma 3 del Codice civile, caratterizzandosi per il fatto che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società. Quindi, a differenza degli Sfp, essi trovano collocazione all'interno del debito e non dell'equity. Come tali, oltre ad attribuire diritti patrimoniali e amministrativi, garantiscono il diritto alla restituzione dell'apporto eseguito, benché possa essere condizionato dall'andamento economico dell'emittente. Dal punto di vista fiscale gli strumenti finanziari partecipativi sono assimilati alle azioni, con indeducibilità della componente equity (articolo 109, comma 9 lettera a) del Tuir), ma solo quando la loro remunerazione è totalmente costituita dalla partecipazione ai risultati economici dell'emittente (articolo 44, comma 2, lettera a del Tuir).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I PRO E CONTRO PER L'IMPRESA TRA EQUITY E DEBITO

Equity
L'ambito dell'equity è riconducibile alle azioni, che non danno diritto alla restituzione del capitale, configurandosi come la componente più junior del passivo dello stato patrimoniale dell'impresa. Le azioni attribuiscono al titolare diritti sia di natura amministrativa (voto ed intervento nelle assemblee), sia patrimoniale (utili). L'azione ordinaria li garantisce entrambi in misura piena, a differenza di altre tipologie (ad esempio, le risparmio o le privilegiate) che attribuiscono un privilegio sugli utili a fronte di una contrazione del diritto di voto. Fiscalmente le azioni si caratterizzano per il fatto che il dividendo non è un costo deducibile per la società

Debito
L'ambito del debito tendenzialmente garantisce al sottoscrittore il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale indipendentemente dai risultati economici della società emittente, essendo in questo differente dall'equity. Dal punto di vista fiscale il debito è sempre stato più conveniente rispetto al capitale di rischio in quanto l'interesse è deducibile, sebbene entro i limiti sanciti dall'articolo 96 del Tuir con il meccanismo del cosiddetto Rol (risultato operativo lordo)

Strumenti ibridi
La netta distinzione fra equity e debito si va perdendo sempre di più per via di una serie di strumenti concepiti a metà strada fra le due categorie di base. Sono tali, ad esempio, le obbligazioni convertibili, che danno la possibilità di tramutare il proprio status da obbligazionista ad azionista. Stesso discorso vale per il debito mezzanino, dove la componente dell'equity kicker permette la conversione in azioni. Hanno natura ibrida anche gli strumenti finanziari partecipativi (assimilati all'equity in quanto parte del patrimonio netto) e quelli non partecipativi (più assimilabili invece al debito)

Titoli di debito. L'esposizione dei creditori comporta più costi per l'impresa

Il rischio fa salire i rendimenti

Guardando agli strumenti di debito si procede verso una complessità crescente all'aumentare del rischio, che comporta un maggior rendimento per l'investitore a fronte di un maggior costo per l'impresa emittente. Vediamo in che modo.

Nell'ambito del cosiddetto private debt possiamo mettere a confronto il minibond rispetto alle obbligazioni subordinate partecipative e al mezzanino.

MINIBOND

Il minibond rappresenta una classica emissione obbligazionaria che può essere alternativa al finanziamento bancario. Prevede una serie di costi accessori quali la due diligence, il costo dell'advisor e dell'arranger (figure spesso coincidenti), l'eventuale rating e/o quotazione presso l'ExtraMot Pro. In ogni caso il costo per interessi si aggira fra il 5 e il 6 per cento. Rispetto al prestito bancario esiste la possibilità di modellare le fonti finanziarie in base alla disponibilità in capo all'impresa dei flussi di cassa necessari al rimborso. In questo senso si possono prevedere strutture bullet, ovvero con rimborso integrale alla scadenza, oppure semibullet. Per l'impresa emittente gli interessi passivi soggiacciono alla classica regola di deducibilità del Rol di cui all'articolo 96 del Tuir.

OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE

La complessità aumenta in presenza delle obbligazioni subordinate partecipative, che costituiscono una prima forma ibrida. La subordinazione comporta la postergazione da parte dell'investitore rispetto agli altri creditori, ad eccezione dei sottoscrittori del capitale sociale. La clausola di partecipazione va invece commisurata al risultato economico dell'impresa emittente, tuttavia la variabilità può riguardare solo la remunerazione dell'investimento ma non il rimborso del capitale. Quindi a livello di rimborso esiste una subordinazione, il che rende l'obbligazione chiaramente più rischiosa, unitamente al fatto che la remunerazione è in parte correlata ai risultati economici dell'emittente. In questi casi, la componente variabile del corrispettivo rappresenta un costo ed è deducibile fiscalmente per competenza, a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile. Ciò costituisce una deroga al principio generale di indeducibilità delle componenti equity sancito dall'articolo 109, comma 9, lettera a) del Tuir. Chiaramente a fronte di un costo, per l'emittente, che sarà verosimilmente superiore rispetto al minibond.

MEZZANINO

Veniamo infine al debito mezzanino, definibile anche come debito subordinato o junior, che costituisce anch'esso una forma ibrida fra debito ed equity. Infatti, accanto alla tradizionale componente di debito subordinato, esiste il cosiddetto equity kicker che consente di mutare il proprio status da creditore a socio. La componente subordinata ha di solito una durata di sette anni con un rimborso del capitale di tipo bullet. Gli interessi invece vengono corrisposti lungo la durata del finanziamento con le seguenti modalità:

- cash interest, ovvero interessi pagati per cassa a scadenze infrannuali prefissate;
- pay in kind interest (cosiddetto Pik), che sono contabilizzati durante la vita del prestito ma sono destinati ad essere poi corrisposti solo alla scadenza (o al momento del rimborso anticipato).

Trattandosi di una modalità che prevede la subordinazione, il mezzanino trova spesso spazio nell'ambito del finanziamento delle operazioni di leveraged buy out (Lbo), laddove tale componente può essere riservata a fondi specializzati che sono maggiormente interessati ad intervenire rispetto ad una banca tradizionale. Considerato, tuttavia, l'elevato costo del debito che può scaturirne per via della subordinazione, è importante che l'impresa lo valuti attentamente anche per i potenziali risvolti di indeducibilità ai sensi dell'articolo 96 del Tuir.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Gli strumenti/2

COME FUNZIONANO I PIR

Piani individuali di risparmio agevolati dalla leva fiscale

COPIA RISERVATA

Per chi detiene questi strumenti per cinque anni i proventi sono detassati

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

I piani individuali di risparmio (Pir) sono stati introdotti con la legge n. 232/2016 e hanno generato nel primo anno una raccolta considerevole. Si tratta di contenitori di strumenti finanziari rivolti ai risparmiatori, allettati attraverso una cospicua defiscalizzazione del prodotto al ricorrere di determinate condizioni.

Con il Pir si è perseguito l'obiettivo di finanziare le imprese facendo ricorso direttamente al retail e, in questo senso, i numeri originariamente raggiunti sembrano testimoniare la bontà dell'intervento. Sennonché, se l'obiettivo era quello di convogliare le risorse dei risparmiatori verso le Pmi, lo scopo sembra essere stato raggiunto un po' meno. Questo perchè le risorse sono per lo più affluite verso imprese di maggiori dimensioni e, quando sono state indirizzate ad imprese quotate sull'Aim, il segmento di quotazione delle Pmi, hanno determinato un rialzo delle quotazioni dovuto all'eccesso di liquidità. Inoltre, se si voleva far beneficiare delle risorse le imprese, il meccanismo avrebbe dovuto prevedere modalità riconducibili a Ops (offerte pubbliche di sottoscrizione), cioè ad aumenti di capitale, in grado di far affluire le risorse nelle casse delle imprese, laddove invece i casi di Opv (offerte pubbliche di vendita) consentono ai vecchi soci di disinvestire, ma senza che di ciò possa beneficiare la società.

IL RUOLO DEGLI INTERMEDIARI

Altra scelta che ha caratterizzato lo strumento – questa totalmente condivisibile – è stata quella di coinvolgere intermediari quali le Sgr e le compagnie assicurative. Ciò è riconducibile al fatto che il pubblico dei risparmiatori non sarebbe mai in grado di effettuare da sé la corretta asset allocation del portafoglio. La selezione delle imprese meritevoli di finanza non può, infatti, che passare attraverso il vaglio di operatori specializzati e provvisti delle specifiche competenze. Al tempo stesso, anche la complessa gestione della fiscalità di questi strumenti non poteva essere affidata a delle soluzioni "fai da te", ma richiedeva ugualmente l'intervento di interlocutori adeguati.

Di conseguenza lo strumento dei Pir è stato concepito per fare affluire alle Pmi quelle risorse provenienti direttamente dai risparmiatori, ma prevedendo l'intervento di intermediari ad hoc per quanto necessario. Le imprese destinatarie sono tipicamente quelle nazionali, in quanto la misura è rivolta alle imprese italiane e alle stabili organizzazioni in Italia di imprese estere.

Il tutto è stato reso possibile introducendo un'importante defiscalizzazione dello strumento, che ha fatto da volano. Le persone fisiche che investono in questi strumenti, nell'ipotesi in cui la detenzione (cosiddetto holding period) sia di almeno 5 anni, possono infatti ottenere la completa detassazione sia dei redditi di capitale (ad esempio, i dividendi), sia del redditi diversi (capital gain) provenienti dall'investimento. Nel caso di smobilizzo anticipato saranno richieste le imposte che non sono state a suo tempo versate, assieme agli interessi, ma senza applicazione di alcuna sanzione. L'agevolazione è subordinata a dei limiti quantitativi, giacché ciascuna persona fisica (non imprenditore) può investire nei Pir al massimo 30mila euro all'anno entro un limite complessivo di 150mila euro. L'ulteriore elemento di appeal fiscale è costituito dal fatto che il trasferimento degli strumenti a causa di morte non è soggetto all'imposta sulle successioni.

GLI STRUMENTI FINANZIARI

Può essere opportuno individuare quali siano gli strumenti finanziari oggetto d'investimento da parte del contenitore in questione. In principio, infatti, a causa di un wording non chiaro e felice, sussisteva il dubbio che accanto agli investimenti in equity potessero trovare spazio anche quelli di debito. Questo aspetto è stato risolto a livello normativo già con il Dl 50/17, ragion per cui è ormai assodato il fatto che il Pir possa rivolgersi ad entrambi gli ambiti, sebbene sia più diffuso l'investimento in equity.

Altro aspetto importante è il fatto che l'investimento può essere effettuato direttamente o, come più spesso accade, in via indiretta tramite i cosiddetti Oicr Pir compliant. Questa sembra la modalità più diffusa sul mercato, giacché tutte le principali società di gestione del risparmio hanno lanciato fondi di questo genere.

Vi sono, in ogni caso, degli stringenti vincoli di composizione da rispettare in relazione agli investimenti che si effettuano (si veda l'articolo a pagina 7). In questo contesto il ragionamento va completato andando a considerare anche gli Eltif (European long term investment fund), ovvero quei fondi chiusi introdotti con regolamento Ue n. 2015/760. Si tratta di Oicr che effettuano investimenti illiquidi nelle Pmi, riguardanti strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati o negoziati in mercati tendenzialmente e/o potenzialmente illiquidi. Questi fondi hanno una durata generalmente più lunga, in quanto è previsto un periodo di sottoscrizione, seguito da uno d'investimento nelle aziende, per poi passare al periodo di gestione, chiudendo infine con un periodo di grazia per lo smobilizzo. Complessivamente, i sottoscrittori non possono ottenere il rimborso delle quote per un periodo orientativamente pari a 7 anni. L'aspetto importante è costituito dal fatto che, essendo l'Eltif un Oicr Pir compliant, l'investimento nel medesimo da parte del pubblico o degli istituzionali gode delle agevolazioni fiscali già citate.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I SOGGETTI CHE INVESTONO NEL MONDO DELLE IMPRESE

Eltif
Si tratta di fondi chiusi introdotti con regolamento Ue n. 2015/760, che effettuano investimenti illiquidi nelle Pmi. Gli investitori, coincidenti sia con il pubblico, sia con gli istituzionali, non possono chiedere il rimborso delle quote o delle azioni prima della fine del ciclo di vita dell'Eltif. Lo stesso si può qualificare come Oicr Pir compliant, cosicché il relativo investimento potrà beneficiare delle agevolazioni fiscali riservate ai Pir e agli investimenti degli istituzionali

Casse di previdenza e fondi pensione
Per convogliare le risorse necessarie verso le Pmi, le casse di previdenza e i fondi pensione possono investire, ottenendo una completa defiscalizzazione dei redditi conseguiti, nei seguenti strumenti finanziari, se detenuti per almeno 5 anni: piani di risparmio a lungo termine (Pir), azioni o quote di imprese italiane (o estere con stabile organizzazione in Italia), Oicr che investono in azioni o quote del punto precedente, strumenti di debito di peer to peer lending, quote o azioni di Fondi per il Venture Capital

Gli attori previdenziali. Dal 2017 gli investimenti di questi soggetti garantiti da una cospicua detassazione

Da Casse e fondi i capitali a lungo termine

Le imprese necessitano, per finanziare il proprio sviluppo, di capitali a medio lungo termine. La risposta più appropriata a questa esigenza non può che provenire dalle casse di previdenza e dai fondi pensione, per definizione portatori di "capitale paziente". A partire, quindi, dal 2017 il legislatore ha previsto che gli investimenti di questi attori istituzionali possano beneficiare di una cospicua detassazione. In particolare le casse di previdenza e i fondi pensione possono investire nei seguenti strumenti emessi dalle imprese:

- piani di risparmio a lungo termine (Pir);
- azioni o quote di imprese residenti in Italia o in Stati Ue o appartenenti al See con stabile organizzazione in Italia;
- Oicr residenti in Italia o in Stati Ue o appartenenti al See che investano prevalentemente negli strumenti finanziari precedenti;
- quote di prestiti, di fondi di credito cartolarizzati erogati od originati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziatori non professionali (cosiddetto peer to peer lending);
- quote o azioni di Fondi per il Venture Capital (Fvc) residenti in Italia o in Stati Ue o appartenenti al See.

La gamma è molto ampia, a partire dagli stessi Pir, introdotti come possibile asset class di investimento con il Dl 50/17. Fin dall'origine, invece, è stato previsto l'investimento sia diretto, sia indiretto, per il tramite di Oicr. La modalità indiretta appare senza dubbio la più consona, in quanto i soggetti in questione di solito demandano l'asset allocation del proprio portafoglio ai gestori, in grado di effettuare un'opportuna diversificazione. Successivamente sono stati introdotti anche gli specifici strumenti di debito del peer to peer lending, mentre la recente legge di bilancio 2019 ha ampliato all'investimento nei fondi di venture capital.

Il limite dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente, a cui vanno raffrontati tali investimenti è stato raddoppiato, passando dal 5% al 10 per cento. Circa tale limite la relazione governativa specifica che esso vale solo ai fini dell'applicabilità dell'agevolazione fiscale, ma non pone alcun vincolo quantitativo agli investimenti che si possono effettuare.

La leva fiscale appare comunque determinante. Infatti per gli enti di previdenza obbligatoria i redditi degli investimenti, ad eccezione di quelli relativi a partecipazioni qualificate, sono esenti ai fini dell'imposta sul reddito. Lo stesso dicasi per le forme di previdenza complementare, per le quali, essendo i relativi redditi degli investimenti esenti, non concorrono a formare la base imponibile soggetta alla sostitutiva del 20 per cento. Il tutto a fronte di una detenzione di almeno 5 anni. In caso di cessione anticipata, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli percepiti durante il periodo minimo di investimento sono assoggettati a imposta sostitutiva in misura corrispondente a quella prevista dalle norme ordinarie (per le casse di previdenza) o alla sostitutiva del 20% (per i fondi pensione) unitamente agli interessi ma senza sanzioni.

Gli investimenti degli istituzionali che potenzialmente consentono di beneficiare della defiscalizzazione sono quindi molteplici, svariando dall'equity al debito fino a ricomprendere, da quest'anno, anche il venture capital, ovvero le necessità delle imprese in fase di start up. A riprova di ciò, i dati del 2018 testimoniano che gli investimenti in private equity delle casse di previdenza sono stati cospicui. Segno di una notevole attenzione verso l'economia reale del paese, aspetto che in passato ha suscitato più di qualche critica nei confronti degli istituzionali, accusati di investire prevalentemente all'estero.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

La mappa/1

LE NOVITÀ

I nuovi Pir rafforzano gli investimenti nelle Pmi

RISERVATA

Le condizioni sono state modificate dalla legge di Bilancio 2019

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

La detassazione dei Pir si basa da un lato sull'holding period quinquennale dell'investimento, rimesso all'investitore, dall'altro su alcuni vincoli per quanto concerne gli investimenti, i quali vanno rispettati dagli intermediari che curano le gestione di questo contenitore.

Circa i vincoli si è in presenza di due categorie di Pir: quelli costituiti dall'origine fino al 31 dicembre 2018 e quelli costituiti dal 1° gennaio 2019, ai quali si applicano le disposizioni della legge di Bilancio 2019.

Vediamo le caratteristiche dei nuovi Pir, facendo il confronto con i limiti di investimento propri di quelli vecchi. Il comma 212 della legge 145/18 (Bilancio 2019) stabilisce che in ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dello stesso, le somme o i valori destinati nel piano di risparmio a lungo termine vanno investiti per almeno il 70% del valore complessivo in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri Ue o aderenti al See con stabili organizzazioni nel territorio medesimo. Questa previsione serve di fatto a indirizzare la gran parte delle risorse verso investimenti che riguardino le realtà nazionali e risulta immutata rispetto a quella propria della legge 232/16. È però previsto che di questo 70% si debba investire:

- almeno il 5% (ovvero il 3,5%) in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione (novità);
- almeno il 30% in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice Ftse Mib della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati (aspetto invariato);
- almeno il 5% (ovvero il 3,5%) in quote o azioni di fondi di venture capital residenti nel territorio dello Stato o Stati membri Ue o aderenti al See (novità).

Pertanto è invariata la condizione per cui almeno il 21% del valore complessivo del piano vada indirizzato verso imprese quotate sui listini principali, mentre vengono innestate due nuove condizioni per i piani a partire dal 2019, allo scopo di indirizzare parte dell'investimento verso i sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) e il venture capital.

Viene poi espressamente chiarito che gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sugli Mtf devono essere emessi da Pmi, definite in base alla raccomandazione 2003/361/CE. Il focus sulle Pmi è ribadito dalla circostanza per cui i fondi di venture capital, oggetto di investimento da parte dei nuovi Pir, devono destinare almeno il 70% dei capitali raccolti a favore di Pmi italiane non quotate residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri Ue o aderenti al See con stabile organizzazione nel territorio dello Stato e che soddisfano almeno una delle seguenti condizioni:

- non hanno operato in alcun mercato;
- operano in un mercato qualsiasi da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale;
- necessitano di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50% del loro fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni.

Queste disposizioni sono attuate nel rispetto dei limiti e delle condizioni previsti dal regolamento UE n. 651/2014 della Commissione, che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

Con decreto del ministro dello Sviluppo economico, di concerto con il ministro dell'Economia e delle Finanze, da adottare entro 120 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di bilancio, sono stabiliti le modalità e i criteri per l'attuazione delle disposizioni della legge di Bilancio 2019 che ha introdotto le citate modifiche per i nuovi Pir (si veda, al riguardo, l'articolo a pagina 8).

In relazione quindi ai nuovi Pir l'impulso verso le Pmi è dato dalla previsione per cui almeno il 3,5% dell'investimento debba orientarsi verso Mtf. Il che dovrebbe consentire lo sviluppo di segmenti quale l'Aim, anche se la principale problematica circa le Pmi sembra essere quella di indirizzare le risorse affinché affluiscano nelle casse delle medesime piuttosto che rispondere ad esigenze di smobilizzo dei vecchi soci, soluzione questa che non è in grado di portare nuova finanza alle Pmi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

SPAZIO A SISTEMI MULTILATERALI E VENTURE CAPITAL

Pir 2019
In ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dell'anno stesso, le somme o i valori destinati nel piano vanno investiti per almeno il 70% del valore complessivo in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese residenti nel territorio dello Stato o in Stati Ue o aderenti al See con stabili organizzazioni nel territorio medesimo. La predetta quota del 70% per cento va investita:
•per almeno il 5% del valore complessivo in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione;
•per almeno il 30% del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice Ftse Mib della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati;
•per almeno il 5% in quote o azioni di fondi per il venture capital residenti nel territorio dello Stato o in Stati Ue o aderenti al See

Fondi di venture capital
Sono tali gli Oicr chiusi e le Sicaf residenti in Italia o in uno Stato Ue o appartenente al See che investono almeno l'85% (prima il 75%) del valore degli attivi in Pmi non quotate in mercati regolamentati.
Sono tali quelle società che in base al più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti:
•numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250;
•totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni;
•fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni.

Capitali. Per promuovere gli interventi degli operatori professionali può entrare in campo lo Sviluppo economico

Il venture capital per imprese «giovani»

L'importanza delle Pmi nel tessuto produttivo nazionale è testimoniata dal fatto che nella legge 145/18 (Bilancio 2019) è stata attribuita grande importanza al finanziamento delle fasi iniziali dello sviluppo delle imprese. Ricordiamo infatti che nell'ambito del private equity, ovvero del finanziamento nel capitale di rischio delle imprese, esiste tutta una fase per così dire embrionale, che riguarda lo stadio iniziale di vita delle imprese ed è nota come venture capital.

Trattandosi di una fase che è molto rischiosa, il venture capital corrisponde ad un finanziamento tipico di capitale di rischio, non essendovi spazio per la componente del debito in un tale contesto.

In primo luogo si è proceduto quindi a modificare la definizione di fondo di venture capital (Fvc), rispetto all'impianto originario contenuto nell'articolo 31 del Dl 98/2011. Il comma 219 della legge di Bilancio 2019 definisce pertanto fondi di venture capital gli Oicr chiusi (fondi chiusi) e le società di investimento a capitale fisso (Sicaf) residenti nel territorio dello Stato o in uno Stato Ue o appartenente al See che investono almeno l'85% (in precedenza era il 75%) del valore degli attivi in Pmi non quotate in mercati regolamentati. In base al Regolamento Ue 2017/1129 sono tali quelle società che in base al più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti:

- numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250;
- totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni;
- fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni.

La percentuale dell'85% va investita in imprese che si trovano in una delle seguenti fasi, tipiche dello stadio del venture capital:

- sperimentazione (seed financing);
- costituzione (start-up financing);
- avvio dell'attività (early-stage financing);
- sviluppo del prodotto (expansion o scale-up financing).

L'ulteriore novità consiste nel fatto che il residuo 15% andrà investito in Pmi disciplinate dall'articolo 1, comma, 1 lettera w-quater.1) del Dlgs 58/98, ovvero emittenti azioni quotate che non devono aver registrato un fatturato superiore a 300 milioni, né una capitalizzazione di mercato superiore a 500 milioni nell'ultimo triennio.

Le società destinatarie dei fondi per il venture capital devono esercitare attività d'impresa da meno di sette anni, rispetto al precedente requisito di non più di 36 mesi, allargando quindi notevolmente il raggio di azione sotto il profilo temporale.

Nell'ambito delle modifiche introdotte dalla legge di Bilancio 2019 è stato dato spazio anche all'intervento diretto dello Stato. A tal riguardo il comma 206 stabilisce che per promuovere gli investimenti in capitale di rischio degli operatori professionali lo Stato, tramite il Mise, può sottoscrivere:

- quote o azioni di uno o più fondi per il venture capital;
- quote o azioni di uno o più fondi che investono in fondi per il venture capital (fondi di fondi).

Ciò potrà avvenire anche unitamente ad altri investitori istituzionali, pubblici o privati, privilegiati nella ripartizione dei proventi derivanti dalla gestione dei predetti organismi di investimento (comma 207). Con decreto del ministro dello Sviluppo economico, di concerto con il ministro dell'Economia e delle Finanze, sono definite le modalità d'investimento dello Stato di cui ai commi 206 e 207, purché ciò garantisca la parità di trattamento a investitori pubblici e privati e non costituisca quindi aiuto di Stato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

La mappa/2
I NUOVI PRODOTTI

Pir, nessuna gradualità sui vincoli per Mtf e venture capital

La conferma: la parte preminente del capitale andrà a imprese radicate sul nostro territorio

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

I piani individuali di risparmio (Pir) introdotti dalla legge di bilancio 2017 hanno rappresentato un'importante novità nel sistema finanziario nazionale. Nel 2017 la raccolta dei Pir si è attestata a 10,9 miliardi, mentre nel 2018 è scesa a 4 miliardi. Gli aspetti di questo strumento che non hanno funzionato a dovere sono, con ogni probabilità, il fatto che sia affluita molta liquidità presso l'Aim senza che venisse convogliata direttamente alle imprese. Ciò si verifica, infatti, nel caso in cui le risorse siano destinate ad aumenti di capitale, ma non qualora vadano ad alimentare il mercato secondario. A ciò si aggiunga che un'elevata quantità di risorse che affluisce sul mercato a fronte di un'offerta di titoli alquanto limitata può generare un innalzamento delle quotazioni immotivato.

In questo contesto vanno poi considerate le novità della legge di bilancio per i nuovi Pir costituiti dal 1° gennaio 2019. In particolare, è stato previsto, a conferma dell'impostazione originaria, che almeno il 70% del piano sia destinato a imprese radicate in Italia. Inoltre, e questa è la novità, almeno il 5% di questo 70% va investito in strumenti finanziari negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf), mentre un altro 5% va indirizzato in quote o azioni di fondi di venture capital (Fvc). Il che significa di fatto due cose: che una parte va convogliata in Pmi quotate all'Aim, che è un Mtf, e che un'altra parte è destinata a far decollare il venture capital.

Dall'industria del risparmio gestito sono piovute molte critiche sul fatto che queste tipologie di investimento, di per sé illiquide, mal si conciliano con la natura dei fondi aperti e si suggeriva quindi la necessità di prevedere un meccanismo d'incremento graduale, per giungere solo a regime a determinare il 10% di investimenti in strumenti ammessi su Mtf e in Fvc.

Sennonché il recente decreto ministeriale del 30 aprile 2019, previsto dalla stessa legge di bilancio, ha confermato l'impostazione della medesima senza alcuna forma di gradualismo.

L'articolo 2 del Dm precisa che ai fini del 5% destinato a Mtf e del 70% dei capitali raccolti dai Fvc si considerano ammissibili gli investimenti in equity e in quasi equity. I primi sono conferimenti di capitale ad un'impresa quale corrispettivo di una quota del suo capitale di rischio, anche attraverso strumenti finanziari partecipativi. I secondi sono un finanziamento che si colloca fra debito ed equity, con un rischio ricompreso fra i due e un rendimento che dipende dai risultati economici dell'impresa, non garantito in caso di cattivo andamento della stessa. Il quasi equity può essere strutturato come debito, non garantito e subordinato, compreso il mezzanino e convertibile in equity o come il capitale privilegiato (preferred equity).

In base all'articolo 3 ciascuna Pmi che emette strumenti finanziari negoziati su Mtf o che sono oggetto di investimento da parte di Fvc non può ricevere risorse finanziarie a titolo di misura di aiuto per il finanziamento del rischio superiore a 15 milioni.

Questa condizione va dichiarata all'intermediario che gestisce i Pir dalla Pmi emittente gli strumenti finanziari (articolo 4). Nella dichiarazione dovrà poi risultare che la stessa, al momento dell'investimento iniziale, non è quotata e soddisfa una delle seguenti condizioni:

- non ha operato in alcun mercato;
- opera in un mercato qualsiasi da meno di sette anni dalla prima vendita commerciale;
- necessita di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50% del suo fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni.

L'articolo 5 prevede che, nel caso di fondi di venture capital, il gestore dovrà farsi dichiarare dallo stesso Fvc il rispetto delle caratteristiche previste per tali fondi dall'articolo 1, comma 213, della legge di bilancio 2018. Lo stesso dicasi qualora l'intermediario investa in un fondo di fondi, che a sua volta dovrà ricevere analoga dichiarazione dal fondo in cui sta investendo. A loro volta i fondi di venture capital dovranno acquisire dalle Pmi in cui investono la dichiarazione stabilita dall'articolo 4 del decreto. In questo modo la verifica è compiuta fino in cima.

Occorre, comunque, considerare che il Mise si riserva di monitorare gli effetti della misura introdotta con la legge di bilancio per eventuali interventi normativi ulteriori, lasciando quindi uno spiraglio alle perplessità avanzate da molti operatori.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ DI INVESTIMENTO SEMPLICE

Caratteristiche
- La Sis è un Fia italiano riservato a investitori professionali, costituito in forma di Sicaf che gestisce direttamente il proprio patrimonio e che:
- ha un patrimonio netto che non eccede 25 milioni;
- investe esclusivamente in Pmi non quotate nelle fasi di venture capital;
- non ricorre alla leva finanziaria;
- ha un capitale sociale di almeno 50mila euro

Pmi
- Le Pmi oggetto d'investimento sono quelle disciplinate dal regolamento (Ue n. 2017/1129 del 14 giugno 2017 che in base all'ultimo bilancio soddisfano almeno due dei seguenti tre criteri:
- numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250;
- totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni;
- fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni

Controlli
- Le Sis non sono assoggettate ai poteri regolamentari di Consob e Bankitalia in base all'articolo 6, comma 1, 2 e 2-bis del Tuf. Tuttavia il loro sistema di governo deve essere adeguato ad assicurare la sana e prudente gestione e devono stipulare un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale adeguata ai rischi corsi

Requisiti
- I titolari delle partecipazioni nella Sis devono rispettare i soli requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 14 del Tuf, ma non anche quelli di competenza e correttezza

Limitazione
- Per i partecipanti al capitale della Sis n base all'articolo 2359 del Codice civile e per quelli che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo c'è la possibilità di costituire una o più Sis ma nel limite complessivo di 25 milioni

Al debutto. Il patrimonio sotto 25 milioni garantisce un regime semplificato

Sis solo per investitori professionali

Il venture capital appare come l'unico vero assente in Italia nell'ambito degli strumenti di finanza alternativa, trattandosi di una modalità maggiormente sviluppata nel contesto anglosassone ma che nel nostro Paese, anche per cultura finanziaria, non ha visto un vero e proprio sviluppo. Il primo impulso si è registrato con la legge di bilancio 2019, che ha prodotto un restyling di questo canale di finanziamento. Ma un'importante prosecuzione si è avuta con il recente Decreto crescita (Dl 34/2019), che all'articolo 27 introduce le cosiddette Sis (società di investimento semplice) all'interno del Testo Unico della Finanza (Tuf) proprio per fare da volàno alle iniziative di venture capital.

La disciplina della Sis è allineata a quella comunitaria dei gestori collettivi del risparmio, ma alla stessa si applicano alcune semplificazioni proprie dei cosiddetti gestori sotto-soglia. La Sis è un Fia (fondo d'investimento alternativo), riservato a soli investitori professionali, costituito in forma di Sicaf (società d'investimento a capitale fisso) che gestisce direttamente il proprio patrimonio. Essa deve rispettare le seguenti condizioni:

- patrimonio netto non eccedente 25 milioni;
- avere per oggetto esclusivo l'investimento diretto del patrimonio raccolto in Pmi non quotate su mercati regolamentati ai sensi del regolamento UE 2017/1129 che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività;
- non ricorrere alla leva finanziaria;
- disporre di un capitale sociale pari almeno a quello previsto dal Codice civile per le Spa (50mila euro).

Pertanto le semplificazioni sono giustificate dalle dimensioni più ridotte dell'investimento che questo gestore è titolato ad effettuare. L'impossibilità di ricorso al debito è poi legata all'intervento di venture capital, che è concettualmente un intervento di puro equity in considerazione delle dimensioni e del rischio aziendale.

In virtù del fatto di essere dei gestori sotto-soglia, quindi con un regime più light rispetto a quello ordinario, alle Sis non si applicano i poteri regolamentari di Bankitalia e Consob relativi a Sim, Sgr e Oicr. In compenso, il relativo sistema di governo va adeguato per assicurare la sana e prudente gestione e comunque le Sis devono, da un lato, stipulare un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale adeguata ai rischi derivanti dall'attività svolta e, dall'altro, osservare le disposizioni dettate dalla Consob in materia di commercializzazione di Oicr. Sempre a livello semplificatorio, i partecipanti al capitale devono rispettare i soli requisiti di onorabilità di cui all'articolo 14 del Tuf e non quelli di competenza e di correttezza. Similmente a quanto disposto per le Sicav e Sicaf, la denominazione sociale della Sis contiene l'indicazione di società di investimento semplice per azioni a capitale fisso. È infine prevista una norma anti proliferazione, tale per cui i soggetti che rientrano nella nozione di controllo della Sis in base all'articolo 2359 del Codice civile (ovvero i soggetti che controllano una Sis, i soggetti da questi direttamente o indirettamente controllati o controllanti, ovvero sottoposti a comune controllo anche in virtù di patti parasociali o vincoli contrattuali), nonché i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una o più Sis possono procedere alla costituzione di una o più Sis nel rispetto del limite complessivo di 25 milioni.

Occorre in ogni caso osservare che le Sis restano assoggettate all'obbligo di autorizzazione preventiva da parte della Banca d'Italia, sentita la Consob, secondo quanto previsto, in generale per tutte le Sicaf, dall'articolo 35-bis del Tuf. La disciplina domestica in questo modo mantiene ferma la propria impostazione, in base alla quale anche ai gestori sotto-soglia si applica la procedura di autorizzazione ordinaria alla costituzione (o allo svolgimento dell'attività) e non già una più snella forma di registrazione del veicolo, come consentito dalla disciplina europea e come effettivamente attuato in numerosi altri ordinamenti europei.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il merito delle imprese/1

I BILANCI

Per valutare la salute dell'azienda si considerano Ebitda e la Pfn

RISERVATA

Il primo evidenzia la marginalità, l'altro indica l'indebitamento finanziario netto

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

L'impresa che necessita di capitali – a titolo di equity o di debito – per finanziare la propria crescita deve dimostrare, in base ai propri indicatori, sia storici, sia prospettici, di meritare le risorse richieste. In generale un finanziatore a titolo di equity è interessato all'incremento di valore dell'impresa tale da consentirgli di conseguire una plusvalenza in fase di exit, mentre un finanziatore a titolo di debito è interessato alla capacità dell'impresa di pagare gli interessi sul prestito e di rimborsare il capitale. Vediamone le differenti implicazioni.

Sono due gli indicatori di base, che servono poi per il calcolo di determinati quozienti utili alla valutazione delle operazioni: l'uno è di natura economica e coincide con l'Ebitda (earning before interest taxes depreciation and amortization), l'altro invece è di natura patrimoniale-finanziaria e coincide con la Pfn (posizione finanziaria netta).

Il primo corrisponde al margine operativo lordo e si calcola come differenziale fra i ricavi e i costi dell'area caratteristica al lordo degli ammortamenti, delle svalutazioni e dei canoni di locazione finanziaria. È un indicatore assai apprezzato in quanto, per come è costruito, rappresenta una buona approssimazione del flusso di cassa. L'Ebitda dell'impresa va tenuto in considerazione sotto un duplice profilo:

- considerando in primis la marginalità del settore a cui l'impresa appartiene, essendoci settori con margini assai elevati (moda, IT e tecnologie in generale) rispetto ad altri molto più modesti (grande distribuzione), ma un aspetto apprezzato è anche la relativa stabilità e anticiclicità dei settori e quindi dei margini (alimentare);
- raffrontando all'interno del settore la performance dell'impresa rispetto ai suoi competitors.

A livello patrimoniale e finanziario è di fondamentale importanza la nozione di posizione finanziaria netta. In un'ottica estremamente semplificata la Pfn misura l'indebitamento finanziario dell'impresa, considerando i suoi debiti finanziari rispetto alle disponibilità attive di cassa. Ci sono molteplici definizioni di Pfn che declinano in vario modo il concetto appena riportato. Nel conteggiare la Pfn dell'impresa ci sono alcuni accorgimenti a cui bisogna prestare attenzione:

- anzitutto i debiti relativi alle operazioni di leasing che, non figurando nel passivo dello stato patrimoniale (se l'impresa redige il bilancio secondo i principi contabili nazionali), debbono essere considerati ad incremento della Pfn;
- il trattamento di fine rapporto, che è da sempre argomento dibattuto fra coloro che lo considerano una passività finanziaria e coloro che, viceversa, lo considerano operativa riguardando i dipendenti;
- infine in presenza di debiti scaduti gli stessi, anche se nominalmente di natura operativa, vengono a costituire una passività finanziaria dovendosi ricomprendere nella Pfn.

Vediamo ora i principali indicatori utilizzati nelle operazioni di private equity e di private debt. Spesso gli stessi coincidono per via della presenza del debito, a cui viene fatto ricorso anche nelle operazioni di private equity se si considerano le strutture di Lbo (leveraged buy out).

A livello dei cosiddetti leverage ratios possiamo considerare i seguenti rapporti:

- il gearing ratio, dato dal rapporto fra il debito finanziario e l'equity (D/E), misura l'indebitamento finanziario rispetto al capitale di rischio; un elevato rapporto indica una bassa patrimonializzazione dell'impresa che, in momenti di crisi, può determinare serie difficoltà nel ripagamento del debito contratto. Livelli più elevati di gearing sono ammissibili in mercati stabili, che godono di una scarsa competitività, mentre bassi livelli sono consueti nei settori con alti costi fissi in mercati ciclici. Qualora il debito sia considerato al netto della cassa e delle attività finanziarie disponibili esso si trasforma nella Pfn e il rapporto diviene quindi Pfn/Pn;
- leverage ratio, dato dal rapporto fra il debito finanziario e l'Ebitda, misura il numero degli anni necessari alla società per rimborsare il debito contratto sulla base del proprio margine operativo lordo, che costituisce una buona approssimazione del flusso di cassa. L'indice è molto utilizzato dalle banche italiane come monitoraggio del rischio finanziario dell'impresa.

Invece per ciò che concerne i coverage ratios, che misurano la capacità dell'impresa di soddisfare il debito e/o gli interessi, possiamo considerare i seguenti rapporti:

- interest cover ratio (Icr), dato dal rapporto fra Ebitda e interessi passivi, misura quante volte l'Ebitda copre il pagamento degli interessi. Il suo maggior limite è dato dal fatto che l'Ebitda è solo un'approssimazione del cash flow, in quanto l'impresa dovrà poi anche rimborsare il capitale, aspetto non considerato da questo indicatore
- debt service cover ratio (Dscr) dato dal rapporto fra il flusso di cassa operativo e la somma della quota capitale del debito e degli oneri finanziari, esprime la capacità per l'impresa di generare flussi sufficienti per il servizio del debito nelle sue due componenti (debito e interessi).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PERFORMANCE AZIENDALI GLI INDICATORI PRINCIPALI

Le opzioni
Nell'ambito delle operazioni di private equity di maggioranza (fatte con ricorso al debito) e di private debt i rapporti più utilizzati sono i seguenti:

Gearing ratio - Gr (Debito/Equity)
Misura l'indebitamento finanziario rispetto al capitale di rischio, con valori elevati che testimoniano una bassa patrimonializzazione

Leverage Ratio – Lr (Debito /Ebitda)
Mostra quanti anni occorrerebbero a una società per rimborsare il suo debito in base al livello attuale di Ebitda

Interest Cover Ratio – Icr (Ebitda/interessi passivi)
Rivela quante volte l'EBITDA copre il pagamento degli interessi

Debt Service Cover Ratio (Dscr) (Flusso di cassa operativo/Quota capitale annua debito + Oneri finanziari)
Misura il flusso di cassa disponibile per ripagare il capitale e gli interessi, fornendo un'indicazione della capacità del debitore di rimborsare il debito utilizzando la cassa generata internamente

Private equity e private debt. Per la redazione dei bilanci possibile ricorrere ai principi Oic o Ias-Ifrs

Con la finanza alternativa doppia opzione contabile

Le imprese che accedono alla finanza alternativa sono valutate in base agli indicatori di bilancio utilizzati dagli operatori del private equity e private debt. Per la redazione dei bilanci le stesse hanno la possibilità di ricorrere sia ai principi contabili nazionali, sia a quelli internazionali. Vediamone le implicazioni.

In primis è utile ripercorrere brevemente le caratteristiche dell'impianto contabile Oic rispetto a quello Ias-Ifrs. Sotto questo profilo possiamo ricordare che il cardine dei principi nazionali risiede nell'impostazione che si fonda sul principio del costo. Tipico esempio è dato dall'iscrizione delle immobilizzazioni materiali o degli investimenti immobiliari. Ciò a differenza dell'ambito Ias-Ifrs, che è invece fondato sul concetto del fair value, il quale permette una rappresentazione del valore reale/economico degli elementi patrimoniali dell'impresa, determinando di contro una maggiore volatilità.

OBIETTIVI DIVERSI

La differente natura dei due framework contabili risponde al fatto che i principi nazionali hanno lo scopo di tutelare e misurare il patrimonio aziendale, mentre quelli internazionali mirano a fornire un'informativa agli investitori nei mercati finanziari e a tutti gli stakeholders. D'altro canto, invece, un avvicinamento fra i due set contabili è dato dal fatto che anche nei principi nazionali ha fatto il proprio ingresso, a seguito del Dlgs 139/15, il criterio del costo ammortizzato per i crediti, i debiti e i titoli, che è sempre stato caratteristico dell'impianto dei principi internazionali. Parimenti va detto che nei bilanci secondo i principi Oic è stato introdotto l'utilizzo del fair value per la valutazione degli strumenti finanziari derivati, così come avviene per i bilanci redatti secondo i principi internazionali.

METODO FINANZIARIO E PATRIMONIALE PER I LEASING

Resta tuttora come differenza rilevante la contabilizzazione dei leasing, che nei principi internazionali segue il metodo finanziario, mentre per i bilanci redatti secondo gli Oic è ancorata al metodo patrimoniale. E ciò comporta, per il calcolo della Pfn, di dover tenere conto del debito per il leasing che non appare nello stato patrimoniale dell'impresa.

Va poi detto che la legge di bilancio 2019 (articolo 1, comma 1070) ha introdotto la facoltà di applicazione dei principi contabili internazionali laddove in passato esisteva un obbligo. Prescindendo da banche e assicurazioni non quotate, tale facoltà può riguardare le società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante. In ogni caso questa facoltà può comportare il passaggio dal set dei principi internazionali a quello dei principi Oic, per il quale non esiste al momento alcun chiarimento né sul piano contabile, né tantomeno su quello fiscale. Ricordiamo, infatti, che un documento sulla transizione dagli Ias agli Oic era stato predisposto nel 2012 dall'Organismo italiano di contabilità ma non è mai stato reso pubblico. Questa tematica peraltro interessa anche quelle società che, a seguito di delisting, decidano di abbandonare i principi internazionali per far ritorno ai nazionali.

Occorre altresì considerare che a seguito delle modifiche introdotte dal Dl 91/14 le società differenti da quelle che redigono il bilancio consolidato e da quelle incluse nel bilancio consolidato di società obbligate ai principi Ias/Ifrs, nonché da quelle che redigono il bilancio in forma abbreviata, hanno la facoltà di redigere il bilancio di esercizio secondo i principi contabili internazionali. Ciò allo scopo, invece, di favorire il percorso di conoscibilità e visibilità internazionale di quelle imprese che abbiano l'obiettivo di quotarsi in futuro.

Infine giova ricordare che le Pmi oggetto di quotazione all'Aim possono liberamente scegliere di adottare i principi internazionali o di mantenere il set nazionale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I focus del Sole 24 Ore
Mercoledì 5 Giugno 2019 - N. 19

Il merito delle imprese/2

L'ORGANIZZAZIONE

Con l'equity impatto profondo su quote sociali e governance

Rispetto alla banca e al private debt l'entrata del fondo modifica i rapporti di forza in azienda

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

Nell'ambito della finanza alternativa può essere utile effettuare alcuni raffronti fra le differenti soluzioni, ovvero il private equity, il private debt e la quotazione in borsa, rispetto al tradizionale canale bancario. Ciò tenendo in considerazione tre aspetti, fra loro collegati, ovvero la diluizione dei vecchi soci, l'invasività del controllo operato dal finanziatore, gli aspetti di governance. Vediamo come si articolano le differenti soluzioni finanziarie in relazione a queste tre esigenze, senza mai dimenticare che tali scelte alternative non possono considerarsi sostitutive della banca, che resta il partner tradizionale dell'impresa.

Un primo aspetto di fondamentale importanza è la partecipazione al capitale dei vecchi soci e la possibilità che l'intervento di terzi finanziatori possa comportare la loro diluizione, aspetto sempre malvisto dall'imprenditore. Sotto questo profilo la banca resta il partner più "comodo", in quanto per definizione non interviene a livello di equity e quindi non determina alcuna modifica nelle percentuali partecipative dei vecchi soci. Al limite la banca, se interviene con della finanza straordinaria ad hoc, può richiedere ai vecchi soci un intervento in aumento di capitale, onde evitare che l'incremento del debito determini un eccessivo squilibrio a livello di rapporto di indebitamento (D/E).

Differente è invece la situazione negli altri tre casi. La quotazione in borsa determina una diluizione dei vecchi soci laddove la procedura di Ipo (initial public offering) avvenga sotto forma di Ops (offerta pubblica di sottoscrizione), perché l'aumento di capitale relativo, che comporta un afflusso di risorse per la società, riduce le percentuali partecipative dei soci a favore del mercato. Ciò non avviene, invece, quando la procedura si sviluppa con modalità Opv (offerta pubblica di vendita), in quanto sono proprio i vecchi soci che consapevolmente alleggeriscono la propria posizione a favore dei terzi entranti. Ma poiché in questo caso nessuna risorsa affluisce nelle casse sociali, tale modalità è meno gradita al mercato e appare la meno indicata se la quotazione risponde all'esigenza di finanziare lo sviluppo.

L'intervento del private equity è per definizione un intervento di tipo equity, che determina quindi una riduzione partecipativa dei vecchi soci. La tematica non si pone qualora il fondo acquisisca la totalità delle partecipazioni in quanto il vecchio socio viene liquidato. E sarà poi il fondo a dover procurare la finanza per lo sviluppo. Diverso è il caso in cui l'intervento sia di minoranza, perché l'aumento di capitale relativo tende a ridurre la partecipazione dell'imprenditore per finanziare lo sviluppo. Da questo punto di vista l'intervento del private debt è salutato con maggior favore, perché l'apporto di debito non modifica i rapporti partecipativi preesistenti. In questo senso è perfettamente assimilabile alla banca. I casi in cui sono previsti dei meccanismi di conversione in equity (warrant, equity kicker) servono infatti ad accordare al finanziatore un extra rendimento rispetto a quanto normalmente è in grado di garantire la componente del debito.

Un secondo aspetto di rilievo è il tipo di controllo operato dal finanziatore. Sotto tale profilo la banca opera il controllo più blando, perché è interessata al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale ma senza attenzioni particolari sul soggetto finanziato. È concettualmente simile anche il controllo operato dalla borsa, che dovrebbe articolarsi nelle oscillazioni del prezzo di listino. Ma in realtà non sempre i prezzi tengono conto della performance dell'impresa e sono rappresentativi del giudizio del mercato. Molto più incisivo è il controllo operato dal private equity, soprattutto nel caso di operazioni di maggioranza. Si parla in tal caso di approccio "hands on" che è finalizzato a migliorare la performance, cosicché il fondo spesso pretende la nomina del Ceo e del Cfo dell'azienda. In questo senso la pressione del fondo sull'impresa partecipata è piuttosto elevata. A metà strada si pone invece il controllo operato dal private debt, che non è così invasivo come nel caso del private equity ma comunque esercita un monitoraggio molto più incisivo di quello operato dalla banca.

I ragionamenti in tema di diluizione e di controllo introducono l'argomento della governance, ad essi collegato. Fintantoché l'impresa si finanzia presso la banca non si richiedono mutamenti sotto il profilo del governo societario. L'estremo opposto è invece rappresentato dalla borsa, che richiede una certa composizione a livello di organo amministrativo, con la presenza di soggetti in possesso di determinati requisiti. Ad esempio il segmento Star presuppone la presenza di amministratori indipendenti e di comitati interni. Un ripensamento a livello di corporate governance è legato anche all'ingresso del fondo di private equity, che generalmente impone la nomina di suoi rappresentanti sia nel Cda, sia nel collegio sindacale. Per le imprese familiari tipicamente chiuse, questo è un primo banco di prova che impone un certo cambiamento. Come visto in tema di controllo, il fondo di private debt si pone un passo più indietro rispetto al private equity anche per quanto concerne eventuali richieste di governance. Infatti, apportando solo debito, non necessariamente il fondo richiederà un posto in Cda o un membro dell'organo di controllo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

CONTROLLI PIÙ LIMITATI SE SI SCEGLIE LA BANCA

Effetto diluizione
Non si verifica in caso di finanziamento bancario né di ricorso al private debt. Assume invece importanza nel caso di intervento del private equity in aumento di capitale. Similmente trova spazio nel caso di quotazione in borsa (Ipo) con offerta pubblica di sottoscrizione (Ops) e aumento di capitale sottoscritto dal mercato

Controllo della performance
Non viene effettuato dalla banca che presta attenzione solo al rispetto delle scadenze. La tematica assume rilevanza nel private equity e nel private debt. Nel primo caso c'è un controllo invasivo della strategia e dell'operatività, nel secondo caso il monitoraggio è comunque superiore rispetto alla banca

Governance
Nessuna richiesta particolare in caso di finanziamento bancario, mentre la quotazione impone l'assunzione di best practice in questo ambito. L'intervento del fondo di private equity comporta la presenza di membri del fondo sia nell'organo amministrativo, sia in quello di controllo. Talvolta alcune richieste di governance possono essere avanzate anche dai fondi di debito

Clausole societarie. Se il fondo entra in minoranza

Convivenza gestita con quorum qualificati

Nelle operazioni di private equity, alle tematiche di ingresso da parte di un socio terzo e alle richieste di corporate governance è connessa la previsione di tutta una serie di clausole societarie spesso assai delicate e fonte di possibile conflittualità. Vediamo la portata di quelle più frequenti.

Si tratta di clausole sia sociali, sia parasociali, in quanto possono essere contenute direttamente nello statuto o in accordi parasociali, cioè a latere dello statuto stesso.

Questi aspetti presentano un rilievo particolare quando il fondo interviene in minoranza, giacché si rende necessario gestire la convivenza dei diversi attori.

Una prima tematica attiene all'introduzione delle maggioranze qualificate, se non l'unanimità, per ciò che concerne tutte le operazioni che possono avere un impatto sul valore della partecipazione (quindi sull'enterprise value o sulla Pfn). Tali operazioni sono generalmente soggette al voto in assemblea o in Cda. Si tratta di acquisizioni, operazioni straordinarie o ricorso a finanza di tipo straordinario, ma anche la delibera di aumento di capitale può essere sottoposta ad accorgimenti particolari, in quanto può costituire l'espediente con cui la maggioranza – in particolare se provvista di finanza – può diluire la minoranza.

CLAUSOLE DI COVENDITA

Una seconda tematica riguarda le cosiddette clausole di covendita. Con la clausola di tag along (detta anche patto di accodamento) il socio di maggioranza che vuole trasferire le proprie partecipazioni a terzi deve garantire anche ai soci di minoranza la possibilità di vendere alle stesse condizioni. La clausola attribuisce quindi un diritto ai soci di minoranza, senza però che sia per loro obbligatorio vendere le partecipazioni. Ma se il socio di minoranza esercita questo diritto a quel punto sorge un obbligo per il socio di maggioranza, che deve garantire la vendita delle partecipazioni alle stesse condizioni concordate con l'acquirente. Differente è invece il meccanismo della clausola di drag along (detta anche patto di trascinamento) con la quale il socio di maggioranza ha il diritto di trascinare nella vendita anche il socio di minoranza. Il drag along comporta un obbligo per i soci di minoranza di vendere le proprie partecipazioni. A fronte di questo obbligo, gli stessi hanno il diritto di vendere alle stesse condizioni del socio di maggioranza. La differenza tra tag along e drag along è che la prima clausola riconosce ai soci di minoranza un diritto alla vendita, mentre la seconda comporta per loro un obbligo. Tuttavia, al socio di minoranza viene sempre garantita la vendita alle stesse condizioni del socio di maggioranza.

LA FASE DELL'EXIT

Un altro aspetto riguarda l'exit dell'operazione di private equity, che tipicamente può avvenire attraverso la quotazione, la vendita ad un soggetto industriale (cosiddetto trade sale) o ad un altro fondo (cosiddetto secondary buy out). Ma ci può essere anche il riacquisto dell'imprenditore mediante:

- le risorse proprie
- il riacquisto da parte della società delle azioni proprie (già detenute dal fondo) ai sensi dell'art. 2357 c.c.

Il riacquisto dell'imprenditore può seguire una duplice logica. Da un lato, infatti, il fondo potrebbe volersi tutelare fin dal principio qualora una delle altre tre exit canoniche non sia percorribile, costringendo l'imprenditore al riacquisto delle partecipazioni che a seguito dell'operazione sono nella titolarità del fondo. Quindi in questo caso esso si tutela con la previsione di una opzione put che gli consentirà, ad una certa data, di vendere le proprie partecipazioni nella società ad un prezzo prestabilito. Qualora, invece, l'interesse al riacquisto delle partecipazioni sia dell'imprenditore, sarà costui a tutelarsi prevedendo un'opzione call di riacquisto. Possono infine esservi modalità di put&call attivabili da entrambi i soggetti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Tecniche

I METODI DI VALUTAZIONE DELL'IMPRESA

Per private equity e Borsa conta il valore del capitale

Nelle stime si ricorre al metodo finanziario o ai multipli di mercato

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

Le operazioni di private debt sono finalizzate ad apportare debito alle imprese e, pertanto, la negoziazione fra il fondo e l'impresa verterà sulle condizioni finanziarie da accordare, che dipendono dai parametri aziendali analizzati a pagina 8.

Differente è invece il contesto delle operazioni di private equity e delle quotazioni in Borsa, in quanto oggetto di valutazione è direttamente l'impresa – ovvero il suo equity value – per stabilire il valore d'ingresso del fondo in un caso o del mercato nell'altro. In siffatte circostanze gioca un ruolo fondamentale la valutazione dell'azienda e i metodi che la prassi di mercato prevede. Vediamo come ciò si articola. Prescindendo dai metodi tradizionali (patrimoniale, reddituale, misto con stima autonoma del goodwill) che trovano minor spazio in queste situazioni, si ricorre tendenzialmente al metodo finanziario (Dcf – discounted cash flow) e a quello dei multipli di mercato.

Vediamone caratteristiche tecniche ed applicazione. Il metodo finanziario si basa sull'assunto di valutare l'azienda come fosse un'attività finanziaria e quindi in base ai flussi di cassa che la stessa è in grado di generare. Si tratta di una valutazione prospettica in quanto si prendono come riferimento i flussi di cassa futuri che l'azienda sarà in grado di produrre. Ciò implica la necessità di disporre di accurate previsioni finanziarie, che presuppongono due aspetti:

1. in primis la disponibilità di budget e piani pluriennali
2. quindi la costruzione dei flussi finanziari connessi a tali previsioni, che devono tener conto non solo della dinamica di tipo economico (ad esempio gli ammortamenti ed i costi non monetari che consentono di passare dall'utile al cash flow) ma anche di quella relativa alle variazioni di capitale fisso e circolante, del Tfr, dei versamenti (o rimborsi) del capitale, dell'accensione (o estinzione) dei finanziamenti.

IL METODO FINANZIARIO

La difficoltà sta nel fatto che le previsioni finanziarie possono essere attendibili con riguardo al primo anno, o volendo essere ottimistici ai primi tre, ma più ci si spinge avanti e meno le stesse risulteranno attendibili. Per questo motivo accanto alla definizione dei flussi di cassa puntuali, di solito su di un orizzonte temporale al più quinquennale, si viene a determinare il cosiddetto terminal value, ovvero la componente di valore dell'azienda al termine di previsione esplicita dei flussi di cassa. Anche qui si è in presenza di una notevole approssimazione, addirittura superiore a quella precedente relativa ai flussi di cassa futuri espliciti. Infatti nella valutazione secondo il Dcf la componente del terminal value rappresenta fino al 70% del valore complessivo dell'azienda. Di conseguenza, quindi, è subito evidente l'alea connessa a tale metodo. Il Dcf è il metodo di valutazione comunemente utilizzato dalle banche d'affari per l'individuazione del prezzo di borsa nell'ambito dei processi di quotazione, con quello dei multipli utilizzato come metodo di controllo. Per le sue caratteristiche intrinseche è più facilmente utilizzabile in contesti di grandi aziende, che dispongono di sistemi di gestione e di pianificazione economico-finanziaria avanzati, mentre si addice meno all'universo delle Pmi che spesso non dispongono di tali strumenti.

I MULTIPLI DI MERCATO

Di contro il metodo dei multipli di mercato è tradizionalmente utilizzato dai fondi di private equity per la sua semplicità ed immediatezza. Che lo rendono familiare anche all'imprenditore, che ne riesce a percepire il meccanismo e a cogliere facilmente l'informazione che il metodo restituisce. Esso si basa, infatti, su un indicatore – l'Ebitda – che è ricavabile subito dal bilancio aziendale, trattandosi del saldo dell'area caratteristica al quale vanno aggiunti gli ammortamenti (nonché i leasing) e le svalutazioni operate. Stabilito questo parametro economico si tratta di andare poi a reperire il multiplo di tale Ebitda.

DAL MULTIPLO ALL'EQUITY VALUE

Questo dipende in primis dalle caratteristiche del settore in cui l'impresa opera. Infatti in settori a più elevato valore aggiunto, nei quali si raggiungono margini più interessanti, è facile imbattersi in multipli più elevati, che possono anche attestarsi in doppia cifra. Parliamo di ambiti di lusso, di tecnologie avanzate, di settori industriali di punta in cui l'innovazione è in grado di restituire all'azienda dei vantaggi competitivi notevoli che si riflettono in margini molto elevati.

L'aspetto dopo – e più semplice – è quello del passaggio dall'enterprise value, ovvero il valore dell'azienda, all'equity value, cioè il valore per l'azionista, attraverso la determinazione della posizione finanziaria netta. Se i debiti finanziari sopravanzano la cassa l'equity value sarà inferiore all'enterprise value, mentre si verificherà il contrario nel caso in cui la cassa superi l'indebitamento.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il metodo finanziario nella modalità unlevered

$$W = \sum_{t-1}^{n} \frac{F_t}{(1 \mid WACC)^t} + \frac{TV}{(1 \mid WACC)^n} - PFN$$

Legenda: W = valore economico; Ft = flussi finanziari unlevered per ciascuno degli n anni considerati nel piano; Tv = terminal value; Wacc = tasso di attualizzazione o costo medio ponderato del capitale; Pfn = posizione finanziaria netta.
Il metodo dei multipli di mercato. Secondo la prassi di mercato si utilizzano prevalentemente multipli che rappresentano l'intera azienda, cioè di tipo asset side, fra i quali spicca il rapporto Ev/Ebitda. Da ciò deriva che:
EV (enterprise value) = multiplo x Ebitda. Dall'enterprise value si addiviene all'equity value, ovvero il valore per l'azionista sottraendo la posizione finanziaria netta (Pfn).
Equity value = enterprise value - Pfn

ESEMPI DI VALUTAZIONE CON PFN POSITIVA O NEGATIVA

	IPOTESI 1	IPOTESI 2
Ebitda	1.000	1.000
Multiplo	8	8
Enterprise value	8.000	8.000
Debiti finanziari	500	200
Cassa	100	700
Pfn	400	–500
Equity value	7.600 (8.000 – 400)	8.500 (8000 + 500)

Casi particolari nell'uso dei multipli. Un debito operativo eccessivo potrebbe essere riclassificato come posizione finanziaria netta

Un rischio rinviare il pagamento dei fornitori

Nell'ambito della negoziazione che avviene in un'operazione di private equity fra l'imprenditore e il fondo spesso la valorizzazione dell'azienda viene effettuata secondo il metodo dei multipli di mercato. In tale circostanza gli elementi salienti sono il multiplo, l'Ebitda e la posizione finanziaria netta.

Quanto al primo, esso è generalmente determinato sulla base di transazioni similari e risente della specifica marginalità del settore di riferimento dell'azienda. Spesso diviene un vero e proprio fattore di contrattazione fra le parti.

Maggiore attenzione va posta sugli altri due, in quanto possono essere in qualche modo condizionati dai comportamenti dell'azienda. Per quanto concerne infatti l'Ebitda, che come detto prescinde dalla politica degli ammortamenti adottata dal management, il suo miglioramento passa attraverso quello della performance, inteso come incremento dei ricavi da un lato e contenimento dei costi dall'altro. Quindi in previsione di future operazioni di vendita tutti gli sforzi saranno profusi per far sì che l'azienda esprima la sua massima redditività, intesa come incremento del proprio Ebitda.

L'altro elemento su cui si può agire è rappresentato dalla posizione finanziaria netta, come differenza fra i debiti finanziari e la cassa attiva a disposizione della società. In base alla definizione di Pfn non rientrano nella stessa i debiti operativi, quali ad esempio quelli verso i fornitori. Tuttavia occorre fare attenzione a quelle pratiche delle imprese che cercano di migliorare la propria Pfn rinviando in maniera anomala il pagamento dei propri fornitori. In questi casi, infatti, un debito operativo eccessivo potrà essere riclassificato nella posizione finanziaria netta, in quanto sottende un debito finanziario. Quindi in tali casi una pratica siffatta peggiora comunque la Pfn.

Molto diffuso nelle operazioni di private equity è poi l'utilizzo delle cosiddette clausole di "earn out", tali per cui il pagamento del prezzo della transazione è in parte fisso e in parte variabile. La componente fissa viene corrisposta al closing dell'operazione, indipendentemente dalla performance, sulla base di quanto è stato pattuito per la valorizzazione dell'azienda.

Invece la componente variabile verrà corrisposta in futuro in ragione delle performance ottenute dalla società acquisita in un periodo prestabilito. Si tratta quindi di un meccanismo che tutela l'acquirente circa la bontà di ciò che sta acquisendo. Esso risponde alla contrapposizione di interessi fra il venditore, interessato a incassare una componente fissa nell'immediato e l'acquirente, che viceversa vorrebbe delle garanzie sulla bontà dell'impresa oggetto di acquisizione. In questi casi si potrà prevedere una componente fissa da corrispondersi subito e una variabile legata al raggiungimento da parte dell'azienda acquisita di determinati risultati dichiarati. Spesso, per l'appunto, l'earn out è parametrato al raggiungimento di un certo livello di Ebitda.

In questo modo il venditore non avrà difficoltà a corrispondere un ulteriore importo, in quanto lo stesso è giustificato dalla performance aziendale dell'impresa acquisita. Dal canto suo il venditore potrà accettare di dover vincolare l'introito di somme aggiuntive al raggiungimento di certi risultati qualora abbia la ragionevole certezza della capacità dell'azienda di centrare gli obiettivi.

Peraltro il meccanismo di earn out prevede anche che i venditori restino in azienda nel periodo di misurazione dello stesso e dunque tale remunerazione risponde anche all'impegno da essi profuso e alla remunerazione del medesimo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il caso/1

LE MODALITÀ DI INTERVENTO

Il private equity entra nel capitale di rischio

COPIA RISERVATA

Un'impresa è attrattiva se il rapporto Ebitda/fatturato supera il 10%

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

Nell'ambito delle operazioni di finanza alternativa il private equity si pone come un passaggio cruciale, perché presuppone l'intervento del fondo nel capitale dell'impresa. Occorre comprendere quali siano le condizioni dell'impresa, a livello di indicatori di performance e di business, tali da renderla attrattiva per un fondo. E cosa comporti l'ingresso dello stesso nelle dinamiche dell'impresa. Partiamo da quelli che sono gli indicatori economico finanziari che si richiedono all'impresa per poterla considerare appetibile. In generale a essa è richiesta una buona redditività, che è testimoniata dal livello in valore assoluto del proprio Ebitda. Può essere utile rapportare lo stesso al fatturato determinando l'"ebitda margin". Esso dipende in generale sia dalle caratteristiche del settore in cui l'impresa opera, che può presentare maggiori o minori tassi di redditività, sia dalla condizione dell'impresa rispetto ai propri competitor.

In linea di massima il rapporto dovrà essere superiore al 10%. Tanto più elevato sarà questo margine quanto maggiore sarà l'interesse del fondo e, verosimilmente, il multiplo che potrà essere applicato per la valorizzazione dell'impresa. Ma ciò non basta, in quanto l'intervento del fondo presuppone la sua uscita nell'arco di 5-7 anni con un congruo capital gain, che è figlio dell'apprezzamento di valore dell'impresa rispetto al momento di ingresso dell'investitore istituzionale.

LA «GROWTH STORY»

Sotto questo profilo è importante che ci sia una "growth story" che potrà essere rappresentata da:

- sviluppo nuovi mercati, nuovi prodotti o canali distributivi;
- consolidamento posizione;
- ricerca efficienza operativa che può condizionare nel bene la performance economico-finanziaria;
- ristrutturazione tesa al miglioramento della performance.

Partendo da questi elementi, comuni a tutte le operazioni di private equity, giova poi distinguere quelle di minoranza, che di solito avvengono con un aumento di capitale ad hoc, da quelle di maggioranza che di solito si strutturano secondo la modalità del Lbo (leveraged buy out). Concentriamoci su queste ultime. Le operazioni di Lbo presuppongono, accanto all'apporto di equity, il ricorso al debito per l'acquisizione dell'impresa target. Il fondo in pratica costituisce una newco le cui fonti di finanziamento sono strutturate come segue:

- equity;
- debito junior o mezzanino;
- debito senior.

LA MISURA DELLA LEVA

Rispetto a fasi caratterizzate da un approccio più aggressivo con una leva accentuata tale per cui l'equity si attestava al 20-30% e il debito al 70-80%, assistiamo a una fase dove c'è molto più equilibrio fra le due componenti. A un'impresa che deve essere oggetto di un Lbo si richiede, oltre ai dati economici sopra citati, un indebitamento non eccessivo anche perché il fondo farà ricorso alla leva finanziaria per l'acquisizione. Infatti le risorse della newco saranno necessarie per acquisire il controllo (spesso integrale) della target e a quel punto si procederà con una fusione (diretta o inversa) delle due entità, per far sì che la generazione dei flussi di cassa (della target) necessaria al rimborso del debito (contratto dalla newco) vengano a coincidere. Da questo punto di vista l'impresa ottimale per un Lbo è un'impresa in fase di maturità, con una produzione di cash flow stabile e cospicua tale da rendere agevole il rimborso del debito che il fondo ha contratto per la sua acquisizione. È altresì importante che essa operi in un settore dove non siano richiesti troppi investimenti che comporterebbero un assorbimento di flusso di cassa.

L'altro aspetto da tenere in considerazione è quello delle garanzie ("security package"), che potranno essere rappresentate dalle azioni della target e dai suoi asset. Di solito il momento cruciale di un'operazione di Lbo è quello successivo al perfezionamento dell'operazione, in quanto sarà necessario verificare ex post la bontà delle previsioni e la capacità dell'entità post fusione di generare i flussi di cassa adeguati al rimborso del debito. Poiché il fondo ha un obiettivo di exit attraverso un adeguato rendimento dell'operazione (Irr) ci sarà una forte pressione sulla struttura per il raggiungimento di elevati risultati economico-finanziari.

Il fondo, infatti, generalmente introduce figure di sua fiducia nelle posizioni chiave, come quella del Ceo e del Cfo. Nell'ambito delle imprese e della necessità di un passaggio generazionale, spesso assai complesso, l'ingresso di un fondo di private equity può costituire la soluzione ideale per molte realtà.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

IPOTESI DI PRIVATE EQUITY IN MODALITÀ LBO

1) il fondo costituisce una newco che viene dotata di risorse finanziarie per perfezionare l'acquisizione dell'impresa target: equity al 40% e debito al 60%. Le risorse sono finalizzate all'acquisto della partecipazione in target, che viene pagata 100;
2) la target ha una struttura finanziaria composta da elementi attivi per 50, equity per 20 e passività per 30;
3) la newco incorpora target e verrà a detenere tutti gli asset e le passività di quest'ultima. La partecipazione viene eliminata in contropartita dell'equity della target. Poiché il costo della partecipazione è pari a 100 ed è superiore al patrimonio netto della target, si genera una differenza di fusione da annullamento di 80 (100 - 20);
4) la differenza potrà essere imputata al maggior valore degli elementi attivi della target (cespiti, marchio, magazzino) o, in tutto o in parte, ad avviamento;
5) newco riceverà per l'acquisizione un finanziamento ponte ("bridge loan") a breve termine. Post acquisizione e fusione esso verrà ripagato con un finanziamento a medio / lungo termine a fronte del quale vi sarà un pacchetto di garanzie integrale ("full security package") sulle azioni e gli asset della target. Inizia quindi la fase operativa in cui la struttura aziendale post fusione dovrà essere in grado di produrre i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito. L'exit del fondo generalmente avviene secondo le seguenti modalità: a) Borsa; b) vendita a un soggetto industriale; c) vendita a un altro fondo; d) riacquisto da parte dell'imprenditore originario

STATO PATRIMONIALE NEWCO

ATTIVO		PASSIVO	
Partecipazione	100	Equity	40
		Debiti finanziari	60

STATO PATRIMONIALE TARGET

ATTIVO		PASSIVO	
Assets	50	Equity	20
		Passività	30

STATO PATRIMONIALE POST FUSIONE

ATTIVO		PASSIVO	
Assets	50	Equity	40
Avviamento	80	Debiti finanziari	60
		Passività	30

Aumento di capitale. Il passaggio dal valore pre-money a quello post-money

I nodi dell'ingresso in minoranza

I casi di leveraged buy out prevedono l'acquisizione integrale della target e si configurano come operazioni di replacement. Diverse sono, invece, le operazioni di growth equity in cui il fondo entra in minoranza. Vediamone i risvolti.

Dal punto di vista della fase di vita dell'impresa, mentre in un Lbo la target opera in un settore maturo e stabile che le consente un'adeguata produzione di flusso di cassa in grado di ripagare il debito contratto per l'acquisizione, quando il fondo entra in minoranza si presuppone che l'azienda sia in una fase di crescita accentuata, in grado di garantire un interessante Irr in fase di exit. Ciò si ricollega all'utilizzo dei capitali stessi investiti dal fondo, che verranno indirizzati a finalità di crescita per linee interne o esterne.

L'operazione di minoranza introduce quindi la tematica dell'aumento di capitale, utile a far si che il fondo si attesti ad un livello partecipativo che, tendenzialmente, andrà dal 10% al 49%. In virtù del fatto che l'intervento assume la configurazione di aumento di capitale e non di vendita delle partecipazioni dei vecchi soci, in capo a questi ultimi si determina un effetto di diluizione. Lo stesso sarà tanto più accentuato quanto minore sarà la valorizzazione della società e maggiore l'investimento operato dal fondo. In finanza si fa riferimento al cosiddetto valore pre money e post money. Il valore pre money è la valutazione della società prima che venga fatto l'aumento di capitale destinato a far entrare il nuovo socio. Se al valore pre money si aggiunge l'investimento si perviene al valore post money. Da questa semplice relazione deriva che la percentuale di partecipazione spettante al nuovo socio è pari al rapporto fra l'investimento e il valore post money (data dalla somma del valore pre money più l'investimento stesso). Un esempio numerico può chiarire questi aspetti.

Immaginiamo che la valutazione pre money sia pari a 10 milioni di euro e che l'investimento del fondo sia di 3 milioni in aumento di capitale, cosicché il valore post money sarà di 13 milioni di euro. La percentuale di capitale spettante al fondo sarà quindi pari a 3-13 milioni di euro, ovvero del 23%. Chiaramente la valutazione pre money è fondamentale, in quanto se sottostimata comporterà un maggior effetto diluitivo sui vecchi soci, anche a scapito di successivi round di aumenti di capitale. Se eccessiva, viceversa, scoraggerà l'investitore potenziale.

L'ingresso in minoranza poi determina una serie di aspetti a livello di governance, molti dei quali non si ravvisano se il fondo acquisisce il controllo integrale della target.

Vi sarà un tema delle maggioranze necessarie ad adottare alcune delibere, sia assembleari sia consiliari, di ambito straordinario (acquisizioni, ulteriore finanza straordinaria, operazioni straordinarie) in quanto il fondo vorrà avere voce in capitolo. Al tempo stesso, sebbene la gestione sia mantenuta in capo all'imprenditore, il fondo vorrà essere rappresentato sia nell'organo amministrativo sia in quello di controllo. Senza contare poi le classiche clausole di drag along e tag along, tipiche della richiesta di tutela avanzata sia dalla minoranza sia dalla maggioranza per le quali rimandiamo alla precedente pagina 10.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il caso/2

LE MODALITÀ DI INTERVENTO

Con il fondo di private debt minore impatto sulla governance

Soluzione meno invasiva rispetto al private equity, non si modifica l'assetto societario

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

L'ingresso di un fondo di private equity è assai invasivo perché determina, tendenzialmente, una cessione integrale nel caso del Lbo o una diluizione dei soci se il fondo entra in minoranza. Invece la soluzione di un fondo di private debt è meno invasiva e può rappresentare l'evoluzione del rapporto con la banca, ponendosi a metà strada fra la banca stessa e il private equity. Vediamo come e perché.

L'impresa che si trova a dover finanziare esigenze di medio lungo termine potrebbe considerare l'intervento di un fondo di private equity prematuro, sia per la tematica del requisito del controllo, sia per le modifiche in tema di governance richieste. D'altro canto la banca potrebbe non essere disponibile ad accompagnare l'impresa nelle proprie esigenze, considerato il fatto che l'inasprimento dei coefficienti patrimoniali bancari secondo le regole di Basilea determina un irrigidimento sempre più accentuato dell'offerta creditizia. Da questo punto di vista, quindi, la risposta più semplice potrebbe essere quella di rivolgersi ad un fondo di private debt. In questo modo l'impresa continua a finanziarsi nell'ambito del debito, sicuramente più congeniale se rapportato al fatto che, quando si ha invece a che fare con un intervento in equity, si mette in discussione l'assetto azionario e dunque il controllo della società. In parole povere anche il private debt rappresenta un semplice creditore. Il vantaggio rispetto alla banca è dato dall'attitudine del fondo a ragionare con più familiarità sulle esigenze di medio lungo termine.

Detto questo, in generale il fondo di private debt interviene a supportare le seguenti necessità:

- la crescita per linee interne, ovvero nuovi segmenti di mercato, nuovi mercati geografici, lo sviluppo di nuove linee di prodotti o di nuova capacità produttiva;
- la crescita per linee esterne (acquisizioni);
- il rifinanziamento del debito, laddove l'impresa potrebbe essere troppo sbilanciata sul breve rispetto ad un attivo a lungo termine, con necessità di gestire il mismatch fra fonti e impieghi sostituendo il breve con il lungo termine;
- le modifiche all'azionariato, laddove l'uscita di uno o più soci possa comportare delle difficoltà qualora i restanti soci non dispongano delle risorse per liquidare gli uscenti, con il fondo che può fornire delle soluzioni vantaggiose.

Un aspetto da tenere in debita considerazione sono le garanzie (security package) che usualmente il fondo richiede nell'ambito delle operazioni, che vanno viste caso per caso in funzione delle caratteristiche del fondo, da un lato, e dell'impresa da finanziare dall'altro. In generale, comunque, le stesse potranno riguardare:

- il privilegio speciale sui beni mobili strumentali;
- il pegno su azioni;
- l'ipoteca su beni immobili;
- il pegno su beni immateriali.

Accanto alle garanzie vanno tenuti in considerazione anche i covenants fissati, rispetto ai quali la società si impegna a:

- rispettare degli indicatori patrimoniali e finanziari prestabiliti, come il rapporto di indebitamento (D/E);
- non porre in atto comportamenti che possano indebolire o pregiudicare il merito creditizio dell'emittente (negative covenants), fra i quali il divieto di effettuare operazioni straordinarie, quello di distribuire utili o dividendi, la clausola di negative pledge (non concedere ad altri finanziatori successivi garanzie migliori senza offrire analoga tutela anche al fondo).

Un aspetto importante delle operazioni di debito riguarda le modalità di rimborso del prestito, che si possono modellare sulle esigenze finanziarie del prenditore in relazione alla sua capacità di generare i flussi di cassa e che presentano una rischiosità via via maggiore nel caso in cui il rimborso venga effettuato, in tutto o in parte, all'avvicinarsi della scadenza. In particolare il piano di rimborso potrà essere di tipo:

- amortizing, ovvero in base ad un piano di ammortamento;
- bullet, cioè con rimborso in unica soluzione alla fine del periodo;
- balloon, ovvero a rate crescenti nel tempo con componente più significativa alla fine.

Sotto il profilo della governance, il fondo generalmente non richiede alcun rappresentante in Cda, né tantomeno alcun membro dell'organo di controllo, diversamente da quanto avviene con il private equity. Anche il controllo della performance risulterà meno invasivo. Il fondo di private equity, infatti, spesso impone la nomina come Cfo di una persona di sua fiducia, mentre quello di private debt non potrà avanzare tali pretese. Generalmente, esso si limiterà alla richiesta di una situazione semestrale e al rilascio di informazioni periodiche su determinate grandezze quali il fatturato, l'Ebitda, la posizione finanziaria netta e l'aggiornamento dei covenants contrattualizzati. In tutti i casi il monitoraggio dell'impresa finanziata sarà più accentuato rispetto a quello che viene comunemente operato dalla banca.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LE OPZIONI ALTERNATIVE PER CHI SCEGLIE IL DEBITO

Minibond
Obbligazione emessa dall'impresa con durata 5-7 anni e pagamento di cedole a un tasso del 5-6%

Obbligazione convertibile
Componente che consente, a una data prestabilita, di convertire il prestito in equity con rapporto di cambio predeterminato

Obbligazioni subordinate partecipative
Prevedono sia la clausola di subordinazione rispetto agli altri creditori (esclusi i portatori di equity) sia la clausola partecipativa, con una remunerazione in parte fissa e in parte commisurata ai risultati

Strumenti partecipativi
Emessi a fronte di apporti di soci o di terzi che possono avere per oggetto beni conferibili in società e beni non conferibili all'interno di piani di sviluppo con forti incrementi di valore dell'emittente

Prestito mezzanino
Prevede una struttura di interessi in parte pagati per cassa a scadenze predefinite (cash interest) e in parte contabilizzati ma pagati per cassa solo alla scadenza (Pik, pay in kind interest)

Per il debutto. L'emissione strandardizzata garantisce sull'entità della durata e dei tassi applicati

Minibond prima tappa dalla banca all'equity

L'ambito del private debt può essere distinto fra le operazioni di minibond e le altre operazioni di direct lending. Vediamone le differenze nell'ottica dell'impresa alla ricerca di un finanziamento alternativo alla banca.

L'emissione di un minibond è oggi abbastanza standardizzata e semplificata, motivo per cui costituisce un approccio al mercato, alternativo al canale bancario, di tipo iniziale. In altre parole si tratta di un primo tentativo dell'impresa che, abituandosi a certe dinamiche di mercato, potrà poi in futuro approcciare con maggior facilità al private equity o direttamente alla borsa.

Generalmente l'emissione di minibond presenta una scadenza media di 5 anni, con possibilità di rimborso del capitale sia con modalità amortizing, sia bullet. Nel corso del 2018 il costo medio di un'emissione del genere si è attestato nell'intorno del 5%, quindi non così difforme da quello di una tradizionale operazione bancaria, con la quale potrà andare in competizione. Occorre poi considerare i costi di collocamento del minibond, fra i quali i principali risultano:

- la certificazione del bilancio;
- la consulenza dell'advisor finanziario all'emissione, che è indicativamente pari ad un intervallo fra l'1% e il 2% del capitale collocato; per le emissioni di aziende di dimensioni più ridotte l'advisor ricopre anche la funzione di arranger per l'individuazione degli investitori interessati a sottoscrivere il minibond;
- lo studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti necessari;
- l'eventuale quotazione su un Mtf (sistema multilaterale di negoziazione) quale ad esempio l'ExtraMot Pro;
- l'emissione eventuale del rating.

LE STRUTTURE «TAILOR MADE»

Esiste poi tutta una gamma di strumenti e modalità alternative al minibond che si caratterizzano per il fatto che le strutture sono molto più "tailor made", ovvero customizzate e costruite sulle esigenze specifiche dell'impresa. Si tratta in molti casi di strutture "ibride", che accanto alla componente di debito contengono una componente con natura "equity".

Vediamo alcune di queste strutture più complesse. In primo luogo vi sono le obbligazioni convertibili, nel qual caso il soggetto finanziatore può mutare la propria posizione da creditore ad azionista in un determinato periodo del prestito e secondo un rapporto di cambio predeterminato.

Vi sono poi le obbligazioni subordinate partecipative, che hanno la duplice caratteristica della subordinazione (rispetto a tutti gli altri creditori, ma esclusi i portatori di capitale di rischio) e della clausola partecipativa, che determina una remunerazione in parte fissa (interesse) ed in parte variabile, commisurata al risultato economico dell'emittente. Le stesse presentano anche un importante appeal fiscale, visto che la componente partecipativa è comunque fiscalmente deducibile, nonostante la tradizionale indeducibilità delle componenti di tipo equity.

Infine giova considerare anche gli strumenti finanziari partecipativi, che non costituiscono parte del capitale ma trovano comunque allocazione nel patrimonio netto, attribuendo al titolare alcuni diritti amministrativi e patrimoniali, con l'esclusione tuttavia del diritto di voto.

Accanto ad essi figurano anche gli strumenti non partecipativi, più assimilabili al debito in quanto danno diritto alla restituzione dell'apporto, sebbene condizionato all'andamento economico dell'emittente. Infine si annovera anche il debito mezzanino, composto da un debito subordinato quale vero e proprio prestito ed un equity kicker che rappresenta la componente di capitale di rischio con possibilità di convertire il proprio status. Tutte queste forme hanno un comun denominatore di maggior rischio, che determina un maggior costo per l'impresa a fronte di un maggior rendimento per l'investitore determinato dalle componenti di tipo equity.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I focus del Sole 24 Ore
Mercoledì 5 Giugno 2019 - N. 19

Il caso/3

LA STRADA DELLA BORSA

Per chi sceglie la quotazione da preventivare almeno sei mesi

Per l'entrata in Borsa procedura in più fasi. Centrale il ruolo del global coordinator

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

La quotazione in borsa rappresenta la soluzione principe di mercato rispetto ad un sistema tipicamente bancocentrico, ma può essere considerata anche l'evoluzione naturale di un processo iniziato con altre fasi già descritte in precedenza. Ad esempio, l'impresa potrebbe decidere di aprire il capitale ad un fondo di private equity, in fase di exit dal quale la quotazione in borsa potrebbe essere valutata come l'opzione migliore.

Si può scegliere di quotarsi per le seguenti motivazioni:

- la gestione della struttura finanziaria tenendo in considerazione un ribilanciamento fra debito ed equity ed il relativo costo;
- la formazione di un mercato per le azioni, in quanto con la quotazione in borsa i vecchi soci possono disimpegnarsi e, più in generale, la presenza di un prezzo di mercato garantisce in ogni momento che l'investimento possa essere liquidato;
- il miglioramento dello status della società dal punto di vista dell'immagine e della reputazione;
- la capacità di attrarre risorse manageriali.

La negoziazione per la quotazione si sviluppa in circa sei mesi, potendo richiedere tuttavia anche un tempo di preparazione più lungo. Si compone delle seguenti fasi:

- il pitch, in cui l'impresa assistita dall'advisor sceglie il global coordinator e riceve una prima forchetta, puramente indicativa, della sua valutazione ai fini della quotazione;
- la due diligence, in cui l'impresa fornisce le informazioni che servono ad affinare le stime di valutazione;
- il pre marketing, ad un mese dalla quotazione, come determinazione del range di prezzo finale;
- il bookbuilding a due settimane dalla quotazione, con la raccolta delle manifestazioni d'interesse che alimentano il book istituzionale;
- la fissazione del prezzo di offerta definitivo in prossimità della quotazione.

La scelta del global coordinator è di cruciale importanza, dovendosi prediligere l'intermediario che dimostri un certo track record in precedenti Ipo, la conoscenza del settore di appartenenza dell'emittente, una forte capacità distributiva, un'elevata qualità del team di analisti. Risulta poi fondamentale la fase di bookbuilding, nella quale gli investitori istituzionali inviano delle manifestazioni d'interesse all'acquisto di un determinato quantitativo di titoli che alimentano il cosiddetto book istituzionale (sistema elettronico gestito in real-time da tutte le banche coinvolte nella raccolta di ordini), ad un prezzo che tiene conto non solo dei fondamentali della società e delle informazioni presenti nelle ricerche degli analisti, ma anche di elementi soft quali, ad esempio, i livelli di valutazione di società comparabili, gli elementi di corporate governance, la qualità del management team, le condizioni di mercato, ecc.

Un accadimento particolare legato a tante quotazioni è l'apertura di un processo di dual track. Si tratta, in sostanza, di procedere contemporaneamente con il progetto della quotazione sperimentando altre opzioni di M&A parallele. Un'alternativa potrebbe essere la vendita ad un soggetto industriale, il quale potrebbe essere portato a riconoscere un prezzo superiore, oppure l'ingresso di maggioranza o di minoranza di un investitore istituzionale. Spesso, infatti, accanto alla quotazione l'impresa può percorrere l'opzione dell'ingresso di un fondo di private equity. Il dual track può essere una valida strategia anche come risposta alle turbolenze dei mercati e quindi al fatto che in un determinato momento la quotazione in borsa possa non costituire la soluzione più conveniente per via di un prezzo di mercato non favorevole. In ogni caso, nel momento in cui va fissato il prezzo d'offerta definitivo è importante considerare l'applicazione di un Ipo discount, ovvero di uno sconto sul prezzo che ha la funzione di massimizzare il livello di domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento dall'investimento.

Le modalità attraverso cui può avvenire la quotazione sono le seguenti:

- l'offerta pubblica di sottoscrizione (Ops) attraverso un aumento di capitale ad hoc che comporta la diluizione del vecchio azionariato e l'ingresso di risorse che affluiscono nelle casse della società, rappresentando l'opzione più gradita al mercato;
- l'offerta pubblica di vendita (Opv) attraverso la vendita dei vecchi soci a favore dei nuovi entranti, senza che delle risorse possa beneficiare la società;
- l'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (Opvs), che si sostanzia in un mix delle due precedenti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PER LE PMI PERCORSO SEMPLIFICATO NEL SEGMENTO AIM

Il segmento Aim per le Pmi
L'Aim Italia è un sistema multilaterale di negoziazione (Mtf) dedicato alle Pmi che garantisce un percorso semplificato e requisiti minimi di accesso.
I requisiti formali richiesti in fase di Ipo sono un flottante del 10%, un solo bilancio certificato, l'adozione dei principi contabili italiani, internazionali o americani, l'offerta prevalentemente istituzionale composta da minimo cinque investitori istituzionali che coprono il 10% del flottante, il documento di ammissione, un sito web obbligatorio

La procedura
Il processo di Ipo dura circa 3-4 mesi. Un ruolo fondamentale è giocato dal Nomad (Nominated Adviser) che assiste la società durante l'ammissione e la permanenza sul mercato. Costui svolge le seguenti attività:
- sovraintende alla due diligence dell'emittente per rilasciare la dichiarazione di appropriatezza funzionale all'ammissione su Aim Italia
- affianca l'emittente nella gestione del processo di quotazione, valutando i rapporti e le risultanze dei team di consulenti coinvolti e verificando che la società emittente operi in conformità al Regolamento Emittenti, con particolare attenzione per quanto riguarda la predisposizione del documento di ammissione
- una volta ammessa la società, la assiste e la supporta durante la sua permanenza sul mercato nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dai regolamenti Aim Italia
- stimola l'attenzione della società emittente al rispetto di quanto previsto nei Regolamenti Aim Italia

I punti di forza. Il profilo presentato agli investitori decisivo per raccogliere le sottoscrizioni

Brand e risultati storici aumentano l'appeal

Di cruciale importanza nell'ambito del processo di quotazione è l'equity story della società, ovvero il profilo che verrà presentato agli investitori per indurli ad aderire all'offerta delle azioni, in grado di valorizzare al meglio gli elementi di attrattività dell'investimento. Gli elementi di cui essa si compone sono:

- il portafoglio prodotti/servizi/brand e fidelizzazione della propria clientela;
- i risultati storici conseguiti e la crescita attesa;
- il management team;
- la diversificazione geografica;
- la leva finanziaria;
- la politica dei dividendi;
- l'utilizzo dei proventi derivanti dall'Ipo.

In primo luogo gioca un ruolo fondamentale il portafoglio dei prodotti o dei servizi e il brand dell'impresa, a cui si lega il livello di fidelizzazione dei clienti. Ciò in quanto occorre comprendere la sostenibilità nel medio lungo termine del vantaggio competitivo dell'azienda, influenzato da tali fattori.

Il secondo aspetto attiene ai risultati storici conseguiti ma soprattutto alla crescita attesa. Ad essi si lega l'andamento della marginalità operativa storica e attesa, che determina da un lato la capacità dell'impresa di generare i cash futuri e, dall'altro, di remunerare i suoi azionisti con utili e dividendi. Occorre poi soffermarsi sulla qualità del management team (in particolare Ceo e Cfo), compreso il suo track record in altre situazioni professionali, meglio se legate ad una realtà di per sé quotata. La diversificazione geografica è un altro elemento rilevante per gli investitori. Essa consente, anzitutto, una riduzione del rischio complessivo sopportato dall'impresa in termini di realizzazione delle scelte strategiche definite nel piano industriale, grazie a una maggiore flessibilità di cui un'azienda globale può godere per far fronte a mutamenti degli scenari competitivi inattesi in alcuni ambiti geografici. La conseguente stabilizzazione dei flussi di cassa generati storicamente da un'azienda geograficamente diversificata, anche grazie alla possibilità che gli andamenti negativi positivi dei diversi contesti geografici si possano compensare tra loro, è un elemento molto apprezzato dagli investitori. Gli stessi guardano con estrema attenzione al livello di indebitamento e alla struttura finanziaria. Infatti l'equazione della leva finanziaria dimostra come la redditività per l'azionista possa incrementarsi se la redditività dell'azienda è superiore al tasso di finanziamento e viene amplificata proprio dalla presenza del debito. Lo stesso, inoltre, è considerato fiscalmente efficiente in quanto deducibile, a differenza del costo dell'equity. Tuttavia, non va dimenticato che, superate determinate soglie, l'indebitamento fa crescere il rischio percepito e quindi una struttura maggiormente dosata di equity si può far preferire.

AZIENDE GLOBALI
Pesa nella valutazione dell'impresa anche la diversificazione geografica delle attività che riduce il rischio complessivo

Deve poi essere convincente anche la politica di distribuzione dei dividendi che si lega anche alle strategie future di crescita dell'impresa. Una politica di distribuzione molto accentuata potrebbe, infatti, distogliere eccessive risorse dall'impresa, che a quel punto dovrebbe rinunciare a opportunità d'investimento anche potenzialmente interessanti. D'altro canto, una politica di distribuzione elevata potrebbe far pensare all'assenza di opportunità d'investimento o all'incapacità dell'impresa di saperle cogliere. È infine di estrema importanza la componente dell'equity story legata all'utilizzo dei proventi derivanti dall'Ipo, in quanto bisogna convincere gli investitori che le risorse della quotazione verranno utilizzate per finanziare investimenti in grado di generare valore e che non saranno, ad esempio, utilizzate solo per rimborsare debiti pregressi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il caso/4

LE ALTRE OPZIONI DI MERCATO

Accesso in Borsa più veloce con la «scorciatoia» della Spac

RIPRODUZIONE RISERVATA

È veicolo di raccolta dei capitali e integrandosi porta un'impresa alla quotazione

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

La Spac (special purpose acquisition company) rappresenta un'evoluzione del private equity e della quotazione in borsa, avendo numerosi punti di contatto con entrambi. Ma, come tutte le innovazioni finanziarie, si prefigge di superare i limiti e le criticità dei modelli a cui si ispira. Vediamone il meccanismo per apprezzare le differenze rispetto agli altri due.

A monte esiste un gruppo di promotori (sponsor) che, sulla base del track record di cui gode, e dunque della propria credibilità sul mercato, raccoglie ingenti capitali attraverso la costituzione e l'immediata quotazione in borsa di un veicolo, che è appunto la Spac. Sotto questo profilo essa è paragonabile alla newco tipica di un'operazione di Lbo (leveraged buy out). Sennonché, mentre in quella struttura viè un massiccio ricorso alla leva finanziaria per dotare la newco delle risorse, fra cui anche il debito, necessarie ad acquisire una determinata target, nella Spac la raccolta è effettuata in borsa mediante una Ops (offerta pubblica di sottoscrizione) e quindi si è nell'esclusivo ambito dell'equity. Il comune denominatore con il private equity è l'individuazione di una business combination, ovvero di una target con cui verrà attuato un processo di integrazione, mediante un'acquisizione dell'azienda o, molto spesso, una fusione per incorporazione, di tipo diretto o inverso.

La Spac rappresenta quindi un'evoluzione della quotazione in quanto è la Spac stessa che viene quotata in fase di costituzione e raccolta delle risorse finanziarie. Generalmente tale quotazione avviene sul segmento Miv (cosiddetto mercato telematico degli investment vehicles) o sull'Aim. A seguito poi della business combination, la fusione della target nella Spac consente alla prima di assumere lo status di società quotata tipico della seconda.

Il processo deve avvenire in un ristretto orizzonte temporale (12/24 mesi), durante il quale la business combination è sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti. Gli investitori della Spac contrari all'operazione potranno recedere ed essere rimborsati del loro capitale. Se poi il numero di azionisti contrari all'operazione dovesse eccedere una determinata soglia, la business combination non verrà completata e gli investitori otterranno il rimborso del capitale unitamente a una minima remunerazione.

Esistono, quindi, una serie di punti di contatto, ma anche di divergenze, rispetto al private equity. Le analogie appaiono le seguenti:

- risulta fondamentale il track record e la reputazione dei promotori per la riuscita dell'operazione;
- si richiede il coinvestimento del management team nell'iniziativa;
- non esiste un target pre-identificato di investimento;
- la remunerazione del management team risulta in parte legata ai risultati, avendo esso diritto ad azioni speciali e warrant della business combination.

Le differenze rispetto al private equity sono invece le seguenti:

- l'investimento nella Spac è quotato e quindi dotato di elevato grado di liquidità, mentre quello in un fondo di private equity è sostanzialmente illiquido;
- il versamento avviene in un'unica soluzione nella Spac, mentre nel private equity si opera attraverso i richiami (drawdown);
- la Spac prevede un unico investimento con un effetto di concentrazione, a differenza del private equity che effettua una serie di investimenti e quindi consente una maggior diversificazione;
- il meccanismo di remunerazione tipico del private equity delle management fees che spettano alla Sgr non si ravvisa nella Spac;
- la Spac garantisce sempre la possibilità di exit grazie alla quotazione, che rende l'investimento maggiormente liquido e liquidabile.

Vediamo adesso i vantaggi dal lato dell'impresa target di integrarsi con una Spac. Si tratta di una modalità alternativa e preferibile di accedere alle risorse tipiche di una quotazione in borsa in maniera più veloce e certa. In caso di quotazione, infatti, l'impresa dovrà negoziare il prezzo di emissione con il mercato e sottostare a tutte le incertezze tipiche del bookbuilding. Invece, operando attraverso l'integrazione con la Spac, l'impresa potrà negoziare il prezzo di emissione direttamente con i promotori della Spac. Quindi beneficerà di ingenti risorse da destinarsi alla crescita negoziando "privatamente" i termini della sua quotazione. Rispetto alle operazioni di private equity la Spac garantisce una minore conflittualità. L'intervento di un fondo impone, infatti, l'introduzione delle classiche clausole di covendita (tag along e drag along) che possono generare forti dissidi al momento in cui le stesse dovranno essere attivate dall'una o dall'altra parte. Con la Spac, invece, non si ravvisa tutto ciò, per di più un elemento di particolare rilievo è costituito dal fatto che esiste sempre una exit naturale data dalla possibilità di vendere le azioni sul mercato, che mitiga fortemente l'insorgere di qualsiasi conflitto.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA SPAC BUSINESS COMBINATION E LA PREBOOKING COMPANY

Spac
La Spac è un veicolo costituito da un team di promotori per raccogliere capitali attraverso la quotazione in borsa. I capitali raccolti sono destinati ad essere impiegati in un'operazione di acquisizione di una società target (business combination). Post acquisizione essa verrà fusa nella Spac e le sue azioni risulteranno quotate in borsa. La Spac dispone di un limitato orizzonte temporale (12-24 mesi) per completare la business combination. Questa va sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti

Prebooking company
È una modalità alternativa rispetto alla Spac, in quanto la newco emette obbligazioni a breve termine destinate ad essere convertite in azioni della società oggetto di quotazione. Quindi, prima si identifica la target e poi si effettua la quotazione, conferendo più certezza al processo perché con la Spac tradizionale l'investitore non ha la possibilità di conoscere al momento della quotazione la business combination, che in molti casi non è stata neppure individuata. Eliminando la fusione con la prebooking company, viene meno sia il periodo di opposizione dei creditori ex articolo 2503 del Codice civile, sia la problematica del disavanzo da fusione e del suo affrancamento ai fini fiscali

In alternativa. L'opzione della prebooking company

Le obbligazioni a breve bypassano la fusione

Lo sviluppo delle Spac è connesso all'evoluzione dei Pir e alla conseguente necessità di ampliare il numero di Pmi quotate. Le disposizioni sui Pir prevedono, infatti, che almeno il 70% del piano sia investito in imprese italiane o estere (Ue o See) con stabile organizzazione in Italia. Di questo 70% almeno il 30% deve riguardare imprese non incluse nell'indice Ftse Mib o indici equivalenti di altri mercati regolamentati.

Accanto a questa declinazione in negativo, già presente e riconfermata anche dalla legge di bilancio per le emissioni dei Pir dal 1° gennaio 2019, ve ne è un'altra che costituisce una delle novità della recente legge di bilancio. Essa richiede che il 5% del 70% (ovvero il 3,5%) debba essere investito in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione.

Questa previsione senza alcun dubbio impone che vi sia un numero sempre più elevato di Pmi che accedono a Mtf quale l'Aim. Pertanto a fronte di un'esigenza tale la Spac, quale strumento che consente di condurre alla quotazione la business combination, appare la risposta più adeguata alla necessità di quotazione delle Pmi nazionali.

Lo sforzo di far approdare in borsa un numero sempre maggiore di imprese è l'obiettivo del programma Elite promosso da Borsa Italiana. È un programma internazionale di supporto alle imprese in rapida crescita che combina training, tutoraggio e accesso a fonti di finanziamento alternative e che attualmente è arrivato a ricomprendere circa mille imprese.

Tornando alla Spac e alle sue evoluzioni, bisogna dar conto che sul mercato, accanto al classico modello, si sta registrando l'utilizzo di una modalità alternativa, quella della cosiddetta prebooking company. In questo caso la newco emette delle obbligazioni a breve termine destinate ad essere convertite in azioni della società oggetto di quotazione. Quindi, prima si identifica la target e poi si effettua la quotazione, conferendo una maggior certezza al processo, perché con la Spac tradizionale l'investitore non ha la possibilità di conoscere al momento della quotazione la business combination, che in molti casi non è stata neppure individuata. Il processo appare comunque più rapido in quanto, in assenza di fusione e limitandosi ad una mera conversione delle obbligazioni in azioni, non c'è il termine di 60 giorni per l'opposizione dei creditori ex articolo 2503 del Codice civile. La fusione comporta poi, tipicamente, l'insorgere di un disavanzo che dovrà essere allocato fra le poste dell'attivo, tipicamente fra i cespiti, le immobilizzazioni immateriali oppure imputato ad avviamento. Essendo l'operazione di fusione fiscalmente neutrale, gli ammortamenti derivanti dall'imputazione del disavanzo saranno indeducibili, a meno che non si opti per il riallineamento dei valori fiscali con quelli civilistici ex articolo 172, comma 10-bis, del Tuir. Ma ciò risulta oggi di scarsa convenienza in presenza di un'aliquota Ires del 24 per cento. La prebooking company appare quindi un'evoluzione della Spac in quanto consente di bypassare la fusione e le conseguenti difficoltà che la stessa comporta.

Di recente è stato anche lanciato il modello di Elite Spac in Cloud, con cui la società quotanda e i promotori negoziano i termini e le condizioni di investimento con un Cornerstone investor, che sottoscrive almeno il 20% dell'offerta totale, che viene successivamente aperta ai Follow-on investors, ovvero altri investitori istituzionali e professionali che completano il book degli ordini. Con questo schema il processo di quotazione e la raccolta digitale dei capitali vanno di pari passo e si completano con l'ammissione alla quotazione, rendendo più veloce e flessibile l'operazione sia per le aziende, sia per gli investitori.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I FOCUS DEL SOLE 24 ORE
Settimanale - Registrazione Tribunale di Milano n. 170 del 07-06-2013

DIRETTORE RESPONSABILE
Fabio Tamburini

CAPOREDATTORE
Maria Carla De Cesari

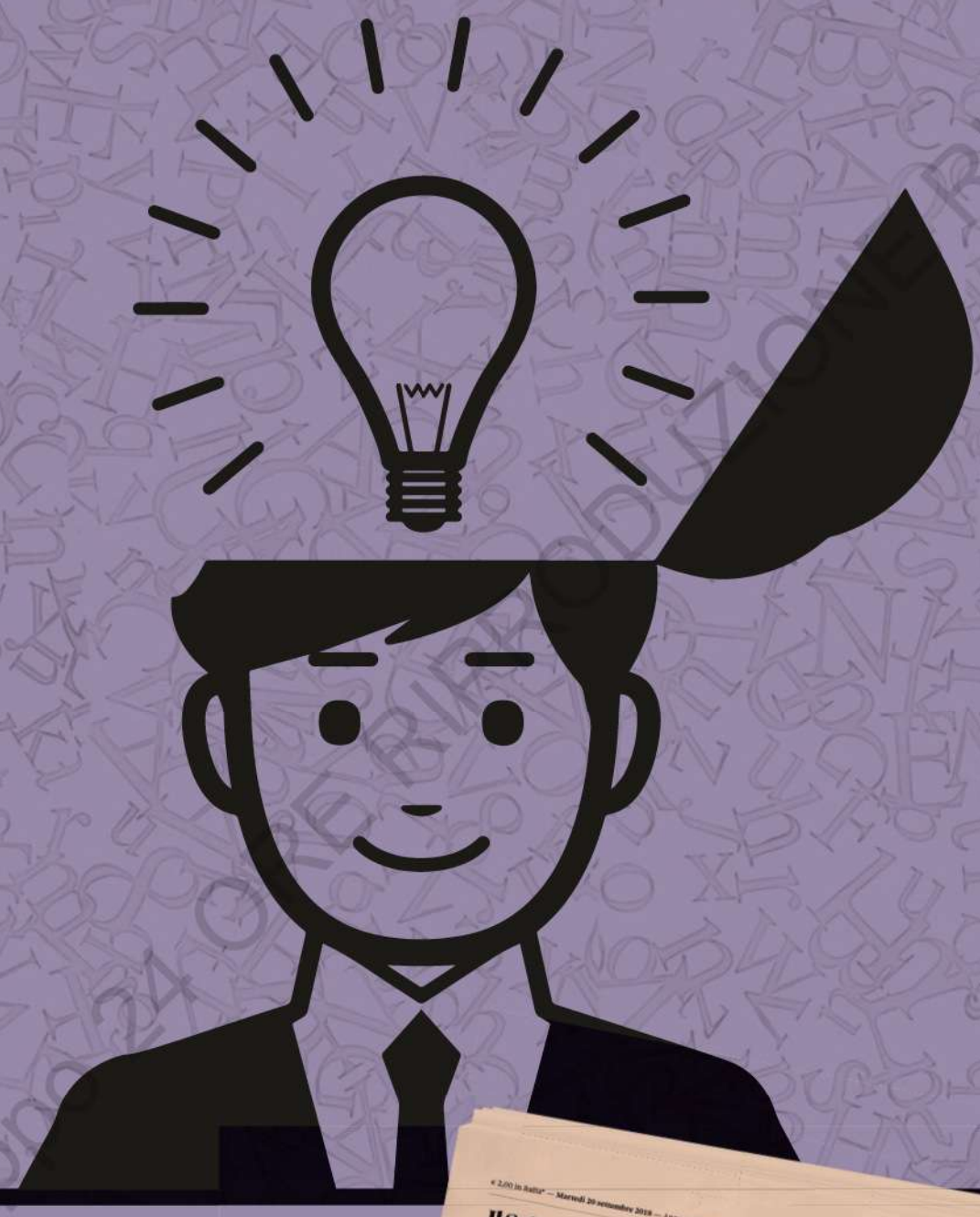
COORDINAMENTO
Giuseppe Latour

IHANNO COLLABORATO
Enrico Bronzo e Mauro Pizzin

SIMONETTISTUDIO

Il Sole 24 ORE

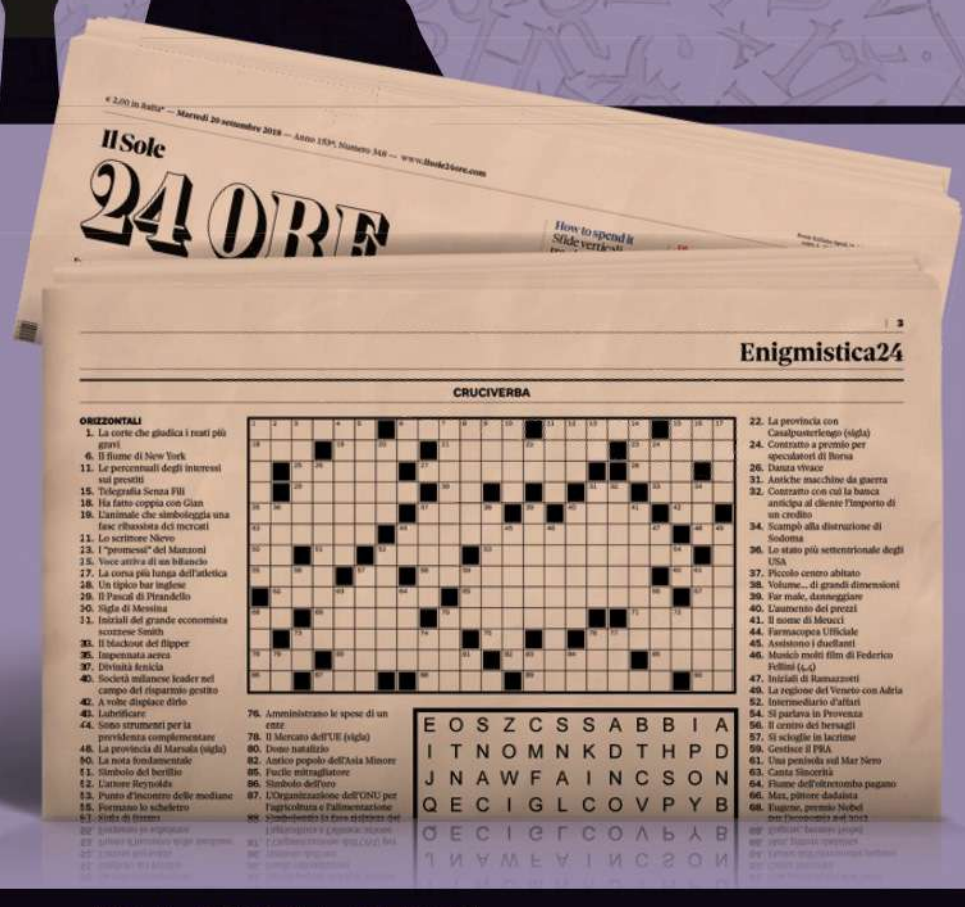
Enigmistica24
Ogni due settimane: l'allenamente.



Il Sole 24 ORE mette alla prova la tua abilità con Enigmistica24.

Per cogliere al volo tutte le occasioni serve un cervello allenato e reattivo. Tienilo in forma e **rilassati giocando con Enigmistica24**: l'inserto del Sole 24 ORE che mette alla prova la tua mente con rompicapo e giochi logici e matematici ispirati al mondo dell'economia e della finanza. Stimola le tue abilità con gli esercizi di brain training, la soluzione giusta per rinforzare il cervello la trovi su Enigmistica24.

Non perdere il prossimo numero l'8 giugno in edicola.



Enigmistica24 è in edicola il sabato ogni due settimane con Il Sole 24 ORE a 0,50 €*

*Oltre il prezzo del quotidiano.