



Il mercato alternativo del capitale dalla normativa all'operatività

Accesso al MAC, opportunità, ruoli, quotazione

Fabrizio Bencini
Matteo Mancaruso
 Partner Kon e dottori
 commercialisti
Matteo Mangiarotti
 Manager Kon e dottore
 commercialista

Il mercato alternativo dei capitali (MAC) costituisce una interessante novità nel mercato finanziario italiano. Le iniziative equivalenti sul mercato anglosassone hanno riscosso un indubbio successo. Quali sono però i requisiti che dovranno avere le aziende, al di là di quanto prevedono i regolamenti di ammissione, per poter valorizzare realmente un progetto imprenditoriale con il MAC?

Basilea 2 e la sottocapitalizzazione: la finanza come acceleratore del *business*

La finanza, intesa in un'accezione ampia del termine, oggi più di sempre rappresenta un fattore critico di successo per le imprese, soprattutto per quelle di medie e piccole dimensioni che non hanno accesso a tutti quei canali di approvvigionamento dei quali possono disporre le grandi realtà. La loro endemica sottocapitalizzazione, infatti, rischia di diventare non soltanto un freno alla crescita, ma un vero e proprio punto di debolezza del *business*, che potrebbe accentuarsi con l'entrata in vigore dell'accordo di Basilea 2 (ricordiamo che partirà il 1° gennaio 2008). In effetti, è presumibile che le società poco capitalizzate si vedano attribuiti dei *rating* bassi, il che comporterà inevitabilmente, da un lato, se non una riduzione degli affidamenti, quantomeno una crescita non in linea con le necessità e, dall'altro, un incremento dei tassi di interesse passivi.

Per sopperire a questa evidente lacuna, gli strumenti fino a oggi a disposizione per incrementare le dotazioni patrimoniali erano, oltre all'ovvio in-

cremento di capitale sottoscritto dall'imprenditore: forme miste di sottoscrizione (imprenditoriale-bancaria); ingresso di un fondo di *private equity*; quotazione in Borsa.

Sappiamo bene quali siano gli impegni che richiede l'ingresso di un fondo di *private equity*, non soltanto in termini di "invasione" nella gestione (nomina di proprie figure chiave ai vertici dell'organizzazione, possibili limitazioni all'autonomia dell'imprenditore), ma soprattutto in termini di costo (a oggi il problema delle *way-out*, cioè della quantificazione dell'uscita rappresenta il più grosso ostacolo, che molto spesso può sfociare nella necessità di quotazione della società o addirittura nella vendita del 100% delle azioni a soggetti terzi).

D'altra parte, Borsa Italiana ha cercato di venire incontro alle esigenze delle imprese di diverse dimensioni creando vari segmenti di mercato.

Soffermiamoci un istante sul mercato Expandi, rivolto principalmente alle PMI. Senza entrare nel merito degli indubbi vantaggi che porta a una società la contrattazione delle proprie azioni su un mercato borsistico (risorse finanziarie, liquidità del titolo, visibilità e immagine, accesso a maggiori canali di finanzia-

mento, solo per citare le più evidenti), vi è da dire che il percorso per arrivare alla quotazione, pure semplificato rispetto agli altri mercati, non è dei più semplici: è necessario avere a disposizione una struttura organizzativa interna adeguata, con figure in possesso di un certo spessore di professionalità ed esperienza. Per stare anche solo al percorso di quotazione, nel momento in cui sono soddisfatti i numerosi requisiti di bilancio richiesti, inizia l'attività di predisposizione del prospetto informativo. Si tratta di un documento complesso, disciplinato rigidamente nella sua composizione, che richiede mesi di tempo nella redazione e la formazione di un *team* di lavoro molto consistente (banca-*sponsor*, studio legale, *advisor*, società di revisione, consulenti fiscali, società di PR).

Il prospetto informativo, inoltre, deve passare al vaglio di Borsa Italiana, ma soprattutto di Consob: i tempi medi per il completamento del processo di quotazione risultano essere lunghi rispetto alle esigenze del *business*, con un limite minimo dall'avvio del processo all'ottenimento delle risorse finanziarie di 6-8 mesi.

Questo lasso di tempo potrebbe anche provocare un effetto oggi all'evidenza delle imprese in attesa di quotazione: le condizioni di mercato potrebbero cambiare anche decisamente e con queste anche l'interesse a procedere nel percorso, dopo avere già sostenuto molte delle spese per il progetto. A questo proposito per dare un ordine di grandezza non esaustivo, ma indicativo di un percorso fatto con criterio e serietà, è possibile stimare un dato minimo di spesa, per una società che fattura intorno ai 30 milioni di euro, pari a 1-1,5 milioni di euro.¹ Ecco come si spiega la nascita del MAC (mercato alternativo del capitale), un mercato che prevede un regolamento² piuttosto semplice, costi di accesso ridotti e documenti da consegnare minimali rispetto agli altri mercati nazionali.

Il percorso previsto

Possono avere accesso al MAC le imprese che:³

a. sono costituite in forma di società per azioni e ga-

rantiscono la libera trasferibilità dei titoli: non possono pertanto quotarsi sul MAC le Srl, che sono quindi obbligate a trasformarsi in Spa e a garantire la libera trasferibilità dei titoli per avere accesso a questo mercato;

b. dispongono dell'ultimo bilancio certificato da una società di revisione iscritta all'albo tenuto dalla Consob: contrariamente alla quotazione sugli altri mercati, per avere accesso al MAC:

- non è necessaria la predisposizione del bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS;
- la società quotanda sul MAC deve presentare il bilancio consolidato solo se disponibile;
- la società che si quota sul MAC non ha alcun obbligo di *governance*;

c. sono accompagnate sul mercato da uno *sponsor* e da un intermediario specialista, due soggetti che possono anche coincidere.

Il MAC, che è operativo dal 17 settembre 2007, prevede come lotto minimo di negoziazione un numero di azioni con un controvalore pari almeno a 50.000 euro, ma non prevede né requisiti dimensionali minimi di accesso in termini di fatturato, né il rispetto di particolari indici economico-finanziari (come accade invece per l'Expandi in cui vanno rispettati valori minimi di utile netto, EBIT e rapporto tra posizione finanziaria netta ed EBITDA). L'azienda quotata sul MAC deve garantire agli investitori un'informativa ridotta rispetto alle società quotate sugli altri mercati regolamentati. Tale informativa è costituita da:

- bilancio certificato da una società di revisione iscritta all'albo Consob;
- relazione semestrale non certificata;
- comunicazioni relative alle assemblee;
- informativa su specifici eventi quali: dimissione e nomina di organi sociali, acquisizioni o cessioni di *asset* significativi, operazioni di fusione/scissione, operazioni sul capitale, emissione di obbligazioni, operazioni su azioni proprie, ingresso o ritiro da un *business* significativo.

La scheda informativa rappresenta quindi un documento molto semplice, per il quale non è previ-

¹Naturalmente gran parte delle spese sono esprimibili sottoforma di *success fee*, cioè di commissioni da pagare solo in caso di successo, e inoltre detti costi non lievitano proporzionalmente al volume d'affari.

²Il regolamento è pubblicamente disponibile sul sito <http://www.mercatoalternativocapitale.it>.

³Per un approfondimento sulle tematiche normative collegate al MAC si rimanda all'articolo di G. Cristofori, "Il nuovo mercato alternativo del capitale (MAC)", in *CFC* n. 10/2007, pag. 804.





sto alcuno schema definito come invece per il prospetto informativo. Qui diventa fondamentale la descrizione del progetto imprenditoriale che si vuole intraprendere con le nuove fonti finanziarie, nella sua sostanza ma anche nella forma con cui viene rappresentato: deve essere una storia interessante per il potenziale investitore.

La riduzione degli obblighi informativi per gli emittenti non rischia comunque di rendere poco trasparente il mercato, perché sul MAC sono ammessi esclusivamente gli investitori professionali: per questo tipo di investitori può essere sufficiente un'informazione semplificata che includa le informazioni rilevanti per valutare la qualità dell'investimento, sia al momento dell'ammissione al mercato, sia durante la successiva fase di mercato secondario. L'equazione su cui si fonda il MAC è quindi questa: semplicità informativa e celerità per un pubblico solo di investitori professionali (banche e intermediari finanziari) che possono valutare progetti imprenditoriali anche in presenza di "garanzie" minori rispetto al pubblico indistinto.

Le opportunità per aziende e investitori

Aziende

Il MAC è stato costituito con l'obiettivo di aiutare le imprese ad aprire il proprio capitale di rischio agli investitori senza creare discontinuità nella gestione: si distingue quindi dagli altri mercati regolamentati, dove l'impresa, soprattutto se di dimensioni ridotte, deve spesso seguire un percorso di cambiamento significativo per ottenere l'ammissione alla quotazione. Con la costituzione del MAC l'impresa ha oggi una soluzione in più per trovare nuovi soci: il mercato alternativo del capitale offre una vetrina aperta agli investitori professionali (italiani ed esteri) e permette alle aziende di aumentare la dotazione di capitale senza imporre vincoli all'autonomia dell'imprenditore e favorendo l'ingresso nel capitale di soci di minoranza.

Lo sviluppo del MAC potrebbe consentire alle piccole e medie imprese italiane di entrare in contatto con grandi investitori e, allo stesso tempo, il MAC potrebbe favorire lo sviluppo di fondi specializzati per l'investimento in piccole e medie imprese, oggi ancora poco presenti nel mercato italiano.

Un ulteriore vantaggio connesso alla quotazione nel MAC è la riduzione dei costi rispetto agli altri mercati; solitamente, oltre a una commissione di collocamento del capitale pari circa al 5% dell'ammontare complessivo dell'offerta, la quotazione al MAC richiede un esborso di circa 50.000/100.000 euro.

Investitori

Il MAC si rivolge esclusivamente agli investitori professionali, in particolare fondi chiusi e fondi aperti specializzati in *small cap*, assicurazioni, banche, SGR, SICAV, società che emettono strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, tutte le società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 del TUB e gli stessi imprenditori, una volta che l'intermediario ne abbia valutato i requisiti di professionalità. Inoltre gli investitori individuali *high net-worth* (persone fisiche che detengono patrimoni elevati, che compiono operazioni significative su strumenti finanziari e lavorano o hanno lavorato nel settore finanziario) possono investire in titoli del MAC in modalità mediata, attraverso i servizi di gestione patrimoniale, fiduciaria o fondi.

Il MAC è riservato esclusivamente agli investitori professionali, perché tali soggetti, per l'attività svolta e le competenze di cui sono portatori, infatti sono in grado di negoziare titoli sulla base di informazioni semplificate, meno difficili da produrre per le PMI rispetto a quelle previste dai mercati regolamentati. Inoltre le esigenze di apertura del capitale delle PMI rendono preferibile avere un numero ridotto di nuovi soci che investono con un orizzonte di medio/lungo periodo, tipico degli investitori professionali.

Il ruolo di *sponsor*, *specialista* e *advisor*

Lo *sponsor* e lo *specialista* (che, come detto, possono anche coincidere) rappresentano delle figure chiave in tutto il progetto. Il rapporto che si deve instaurare tra gli stessi e l'impresa deve essere molto stretto, quasi una vera e proprio simbiosi, in quanto è richiesto un accompagnamento lungo tutto il percorso di ricerca delle fonti iniziale, ma anche successivamente nelle contrattazioni e inoltre a essi molto spesso viene demandata anche una sostituzione in alcune funzioni proprie dell'azien-

da (per esempio, quella relativa all'informazione sull'andamento finanziario della società). In sostanza, la carenza delle informazioni, in qualche misura, è colmata dalla garanzia di avere un soggetto istituzionale che accompagna il progetto molto più da vicino rispetto a quanto fa per gli altri segmenti del mercato. È una forma di garanzia importante per gli investitori, una forma già conosciuta dal mercato finanziario tutte le volte che si compiono operazioni *in pool* in cui il capofila dimostra con il suo impegno di credere nel progetto. Altrettanto importante è il ruolo dell'*advisor*, unico soggetto veramente a fianco dell'impresa e dell'investitore, che rappresenta, in estrema sintesi, il punto di unione tra società e *sponsor*.

Sponsor

Lo *sponsor* è il soggetto che affianca l'impresa in tutto il processo di quotazione: tale ruolo può essere ricoperto da banche, SIM e imprese di investimento con una sede operativa in Italia; lo *sponsor* analizza l'azienda rispetto al settore, valutando gli indici di crescita negli esercizi passati, ma soprattutto quelli prevedibili negli anni futuri e la credibilità dello sviluppo previsto nel *business plan*.

Il regolamento del MAC non prevede che lo *sponsor* debba valutare la società in quotazione sulla base di parametri *standard* predefiniti che l'impresa richiedente deve rispettare; la valutazione viene effettuata su parametri diversi a seconda dello *sponsor* di riferimento.

Tutti gli *sponsor* e gli intermediari specialisti devono impegnarsi a verificare che l'investitore sia un "operatore qualificato" (ex art. 31 del regolamento Consob n. 11522) o, nel caso in cui l'investimento avvenga attraverso una gestione patrimoniale o fiduciaria, un investitore "professionale" ai sensi della direttiva Mifid.

Lo *sponsor* e gli intermediari specialisti sono tenuti, inoltre, a informare l'investitore sul profilo di rischio dell'operazione e sull'orizzonte temporale dell'investimento, a non frazionare il lotto minimo. L'impresa può essere accompagnata sul mercato dalla banca di riferimento del territorio in cui ope-

ra, che ne conosce bene la storia e le potenzialità. Questa banca può agire quindi come *sponsor*, presentando l'impresa al mercato e mettendola in contatto con l'intermediario specialista (se differente dallo *sponsor*) per il collocamento delle azioni. Il ruolo dello *sponsor* non si esaurisce con l'ingresso sul mercato, ma continua anche in seguito all'ammissione. In questo periodo il nome della banca *sponsor* sarà sempre presente nell'informativa di mercato sull'impresa emittente.

Le banche creditrici delle imprese che dovessero agire da *sponsor* non si troverebbero comunque in conflitto d'interessi, perché il riequilibrio finanziario dell'impresa sarebbe interesse sia delle banche sia della società stessa. Il MAC potrebbe essere piuttosto un'occasione per elevare la qualità della relazione con le imprese, visto che il ruolo delle banche potrebbe essere non più solo quello di finanziare l'impresa, ma di accompagnarla in un percorso di crescita offrendo quindi un servizio maggiormente distintivo per la banca e con un elevato valore aggiunto per la società.

Specialista

Lo *specialista*, ovvero l'intermediario che colloca le azioni, deve impegnarsi a sostenere il titolo ed è obbligato in ciascuna asta a immettere proposte di acquisto e vendita impegnative con un *spread* massimo del 15%. Inoltre, durante la negoziazione settimanale (fuori asta), lo *specialista* si impegna a inserire indicazioni di prezzo non impegnative.

Advisor

Possono essere *advisor* le *boutique* finanziarie, gli studi commercialisti e legali e gli operatori di *private equity* che abbiano una sede operativa in Italia e siano iscritti nell'elenco degli *advisor* tenuto da PRO MAC.⁴ L'*advisor*, in estrema sintesi, affianca la società nella definizione delle strategie, collabora con lo *sponsor* nella stesura della scheda informativa e molto spesso procede alla redazione del *business plan* nel quale vengono declinate le strategie in obiettivi operativi.

Se, a una prima analisi, il MAC sembrerebbe richiedere un ruolo minore dell'*advisor*, riservando allo *sponsor* il posto di prestigio vicino all'imprenditore,

⁴PRO MAC è la società di promozione del mercato alternativo del capitale Spa: svolge attività di promozione e sviluppo del MAC e tiene l'elenco degli *sponsor*.





la comprensione profonda che questo segmento di mercato appartiene comunque al mercato e quindi saranno premiati maggiormente i progetti ben strutturati e appetibili permette di capire come il ruolo dell'*advisor* venga addirittura prima (anche in termini temporali) rispetto a quello dello *sponsor*. Le imprese di piccole dimensioni non hanno spesso le professionalità interne per rapportarsi alla pari con il mondo finanziario; farsi affiancare da subito permette quindi di rappresentare meglio il progetto, di illustrare bene le ragioni della quotazione e dell'evoluzione attesa, di organizzare bene la realtà interna e anche di scegliere lo *sponsor* più adeguato.

Il processo di quotazione

Le fasi della quotazione

Il processo di quotazione al MAC può indicativamente assorbire sei settimane.

Si tratta di una tempistica di gran lunga inferiore rispetto a quella richiesta per ottenere la quotazione nel mercato ordinario, ma anche, come detto, nei confronti del segmento Expandi. Questi tempi rapidi (conseguibili se il progetto è pronto: da qui il ruolo centrale dell'*advisor*) permettono di cogliere opportunità di mercato che gli altri segmenti e strumenti non danno: si pensi solo alla possibilità di quotarsi al fine di sostenere un processo di crescita a fronte di un *target* già individuato e legato da lettera di intenti.

La celerità, più ancora del costo basso, è un valore assoluto del MAC.

Fase 1: contatto tra impresa e *sponsor*

⁵Secondo quanto disposto dal regolamento, la domanda, sottoscritta dallo *sponsor*, contiene:

- la richiesta di adesione al mercato;
- l'accettazione del regolamento (per esempio, gli obblighi informativi verso gli investitori);
- la dichiarazione di avvenuto accentramento delle azioni in Monte Titoli;
- la presentazione dello *sponsor*;
- l'ultimo bilancio d'esercizio e la dichiarazione di certificazione rilasciata da una società iscritta all'albo Consob delle società di revisione;
- i documenti che provano i requisiti di onorabilità da parte dei membri del Consiglio di amministrazione e del Collegio sindacale. Attraverso la domanda d'ammissione, l'impresa può inoltre dichiarare gli obblighi, non richiesti dal regolamento, che intende assumere verso gli investitori, in particolare se intende:
 - offrire la possibilità di OPA in caso di un cambio nel controllo societario;
 - comunicare le modalità di determinazione del prezzo al quale concludere le operazioni su azioni proprie.

La prima fase riguarda il contatto tra l'impresa quotanda e una delle banche iscritte all'elenco degli *sponsor* del MAC; prima di questa occasione l'impresa può decidere di farsi assistere anche in questa fase da un *advisor* tra quelli presenti nell'elenco tenuto dalla PRO MAC.

Fase 2: presentazione della domanda allo specialista

È la fase del contatto con la domanda; lo *sponsor* presenta l'impresa allo specialista, che curerà l'organizzazione del collocamento privato e avrà il compito di mettere in contatto l'impresa con gli investitori professionali comunicando strategie di sviluppo e piano d'impresa.

Una volta completato il sondaggio, lo specialista, d'intesa con lo *sponsor* e l'impresa, organizza il collocamento privato.

Fase 3: presentazione della domanda di ammissione

L'impresa, ai sensi di quanto previsto dal regolamento, dovrà presentare a Borsa Italiana la domanda d'ammissione⁵ alla negoziazione accompagnata da una scheda informativa contenente informazioni sintetiche sull'impresa, l'attività, i risultati, le prospettive di sviluppo.

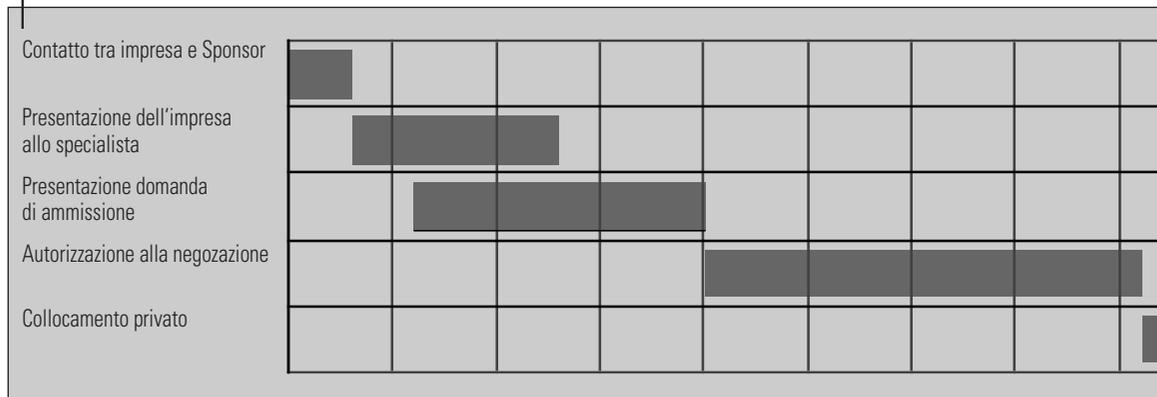
Fase 4: autorizzazione alla negoziazione

L'ammissione alla negoziazione verrà comunicata entro 10 giorni e le negoziazioni potranno iniziare dopo la chiusura del collocamento privato.

Fase 5: il collocamento privato

Normalmente questa fase è preceduta da *road show* con gli investitori, nel corso dei quali si presentano i progetti di sviluppo e il piano d'impresa.

Figura 1



Nel corso di tali incontri si ottengono alcune importanti informazioni che, assieme alle caratteristiche e ai dati prospettici dell'impresa, aiutano lo specialista a stimare il prezzo di collocamento, che servirà poi come base per l'assegnazione del capitale agli investitori professionali, graditi all'impresa stessa, che hanno aderito al collocamento.⁶

Conclusioni

Come abbiamo avuto modo di evidenziare, l'accesso a questo nuovo mercato dei capitali si caratterizza soprattutto per la sua semplicità e per i bassi costi di ingresso. Sbaglierebbe chi considerasse (*sponsor* o impresa) il MAC una forma per ridistribuire debiti: la quotazione, almeno in teoria, potrebbe permettere di reperire fonti finanziarie che capitalizzano l'impresa, che non la impegnano in *governance* spesso snervanti e che potrebbero ridurre l'indebitamento finanziario.

Questa sarebbe solo una visione di breve, perché il MAC, anche se legato a un segmento molto semplificato, è sempre parte di un mercato finanziario dei capitali e il mercato ha delle regole che non variano a seconda della dimensione dell'azienda: per premiare un progetto, richiede chiarezza di vedute e una strategia vincente, dinamismo (assente se l'obiettivo è solo quello di diminuire i debiti finanziari), remunerazione del capitale adeguata al rischio

che in questo segmento può essere anche molto elevato, risorse umane che diano stabilità al progetto. Questi valori, che sono assoluti, devono essere considerati prima di avviare un processo di quotazione e devono essere enfatizzati nella scheda informativa, anche se da questa non sono richiesti.

Solo le aziende che sapranno comportarsi come se fossero ammesse ai segmenti più impegnativi (dove questi requisiti in qualche misura sono imposti), ma che gradueranno gli sforzi grazie al fatto che tali richieste non sono obbligatorie renderanno il MAC un mercato interessante e liquido, fatto da tante piccole imprese che presto potrebbero diventare grandi e passare ai segmenti più impegnativi. È errato l'approccio che racchiude il MAC nella gabbia della semplicità a tutti i costi; non tutti potranno accedervi, forse non perché sono richiesti alti costi, ma perché, e forse più di altri mercati, sono richieste storie di successo, progetti facili da leggere in cui investire con ottiche aggressive, oltre che di lungo. Potrebbe ben a ragione essere considerato una *nursery*, un incubatore di imprese di successo.

Il rischio di "far filtrare" il proprio progetto da uno *sponsor* è presente; per scongiurarlo l'unico modo, oltre che legarsi a un buono *sponsor*, è quello di produrre informazioni e visioni di impresa interessanti e ben strutturate (le stesse che sarebbero richieste in altri segmenti).

Nel MAC l'organizzazione è un valore aggiunto, non un prerequisito.

⁶Per aderire al MAC e realizzare un aumento di capitale riservato a investitori professionali, non è richiesto un prospetto di offerta al pubblico e di quotazione. L'importo minimo di sottoscrizione è 50 mila euro, ma l'impresa può stabilire un importo superiore.