Le ineludibili regole non scritte che obbligano soprattutto il cammino delle piccole e medie imprese

Capitalizzazione, trasparenza e controllo

di Sergio Corbi

Lo scenario italiano ci propone una visione abbastanza diffusa delle aziende, in specie quelle di minori dimensioni, caratterizzate da: bassa capitalizzazione (Patrimoni Netti limitati rispetto al totale dei capitali investiti), una scarsa attitudine alla trasparenza (che non riguarda solo il merito dei comportamenti, ma anche la volontà di comunicare da parte della proprietà agli interessi terzi) e inadeguatezza di strumenti, metodi e procedure di amministrazione, controllo di gestione e gestione finanziaria (tenuti troppo spesso in scarsa considerazione gestionale e sopportati come ufficio obbligatorio per legge, ma di non troppa utilità pratica, quindi da mantenere al livello minimo di costo, ritenuto improduttivo).

Tali circostanze possono trovare, come hanno trovato fino ad ora dal dopoguerra, superamento in vari modi, ad esempio: per la finanza, con un ampio accesso al credito ordinario (magari producendo documenti extracontabili, in tutti i sensi) con metodiche elastiche, personali, per intenderci opposte a quelle di Basilea 2, e negoziazione diretta con gli istituti bancari; per la trasparenza, resistendo su frontiere insufficienti, e soprattutto confortati dall'ampio accesso ai capitali di credito, comunque ottenuti; per il comparto amministrativo, mantenendo il minimo sufficiente per legge, per il controllo di gestione, utilizzando sintesi personali (dell'imprenditore), capacità intuitive, audacia gestionale, il tutto confortato dai margini disponibili in conto economico e, per l'aspetto finanziario, ancora ricorrendo alla soluzione, troppo spesso abusata e resa disponibile, del capitale di credito. In altri termini il sistema di accesso al credito finora utilizzato, ovvero la facilità con cui è stato concesso e con cui è stato accettato dalle imprese, ha di fatto appannato l'intervento degli imprenditori nei campi suddetti: capitalizzazione, trasparenza e controllo. In ciò mortificando la cultura d'impresa corretta, creando troppo spesso una illusione di pseudo capacità manageriali, peraltro vere nell'area commerciale e produttiva, ma carenti su tutti gli altri aspetti citati e quindi sul piano complessivo gestionale. Tali carenze non sono proprio facilmente visibili quando:

Sergio Corbi

- i margini economici sono comunque capienti, e non ci si rende conto di ciò che si perde anche perché non lo si misura;
- i capitali vengono resi disponibili dal credito, magari con impegni personali spesso sottovalutati e certo senza una analisi finanziaria delle conseguenze di equilibri scorretti tra capitali propri e di terzi.

Orbene, tutto ciò volge rapidamente al termine; i margini economici sono sempre minori (vedi concorrenza globale corretta e scorretta, prezzi decrescenti, costi crescenti, vincoli operativi di tutti i tipi, che costano, e così via), quindi sempre minore autofinanziamento; inoltre l'accesso al credito sarà sempre più difficoltoso ed oneroso (vedi Basilea 2). Il tutto proprio nel momento in cui c'è maggior bisogno di capitali per investimenti e per poter competere più efficacemente.

Le aziende, in specie le PMI, devono dunque, per la loro sopravvivenza, affrontare necessariamente i temi che abbiamo citato: capitalizzazione, trasparenza e controllo; questo per migliorare i propri margini, e così sopravvivere economicamente e produrre autofinanziamento, e per aumentare la propria dotazione finanziaria. Quest'ultima sarà incrementata sia per i nuovi capitali propri, da apportare all'azienda, sia perché il tutto consente un migliore e più ampio accesso ai capitali di credito, che in assenza dei citati interventi rischiano appunto di contrarsi in modo preoccupante.

Migliorare le aree suddette sarà sempre più indispensabile per la sopravvivenza, il successo e lo sviluppo d'impresa, non sarà infatti più sufficiente avere buoni prodotti, buone capacità tecnico-produttive e commerciali, ed in questo scenario le PMI sono le aziende maggiormente esposte in termini di rischio.

I capitali propri sono stimolanti e trainanti di una cultura d'azienda sana e corretta ed al passo con i tempi correnti soprattutto quando vengono da terzi, diversi dunque dalla proprietà storica dell'impresa e tipicamente familiare, che abbiano una visione finanziaria del proprio business (investitori istituzionali e privati che siano).

E' infatti da ritenere non sano né corretto avere imprese sottocapitalizzate, non trasparenti e senza controllo adeguato, in quanto esse sono semplicemente "più vulnerabili" e rischiano maggiormente la propria sopravvivenza quando cambiano i fattori esterni, come nei tempi correnti, ove stanno mutando radicalmente scenari competitivi e sistema di accesso al credito ordinario.

Pertanto occorre innanzi tutto por mente all'assetto ed alla struttura dei capitali investiti in azienda; e qui occorre affrontare per prima l'area dei capitali propri. Possiamo quindi porci il problema di Aumentare il Capitale Sociale dell'impresa, che è appunto attualmente un tema dominante.

Questa operazione può essere fatta o dagli attuali azionisti oppure da terzi investitori finanziari. Se l'operazione è fatta dai soci attuali essa è certamente positiva in termini finanziari, ma rischia di essere poco stimolante sul fronte gestionale. L'imprenditore di successo, ancor più se ha la personale possibilità di aumentare il capitale sociale della propria impresa, avrà scarsa propensione ad analizzare criticamente il proprio assetto di trasparenza e controllo e sarà poco stimolato a migliorarlo. Può darsi tuttavia che l'imprenditore non disponga dei mezzi finanziari per Aumentare il Capitale, per propri motivi ad es. familiari o di investimento, e quindi non possa destinare somme a questo scopo. Se dunque l'attuale proprietà non può immettere capitali di rischio/propri nell'azienda, l'alternativa unica possibile è che lo facciano TERZI investitori finanziari.

Questo, oltre ad essere logicamente positivo in termini finanziari, è "particolarmente stimolante" per l'azienda perché essa decisamente "dovrà" applicarsi per imposizione dei soci finanziari, a migliorare, peraltro nel proprio interesse, l'assetto di trasparenza/comunicazione, la struttura amministrativa, di controllo e finanziaria. Ciò porta logicamente ad un migliore assetto gestionale complessivo, il che porterà maggiori benefíci all'attività commerciale e produttiva, con conseguente incremento dei margini aziendali, ed amplierà "decisamente" le aspettative di credito dell'azienda, che, quindi, avrà ulteriori disponibilità finanziaria per il proprio sviluppo.

Gli investitori finanziari, siano essi istituzionali o privati (nel senso del pubblico indistinto), investono i propri capitali nell'azienda:

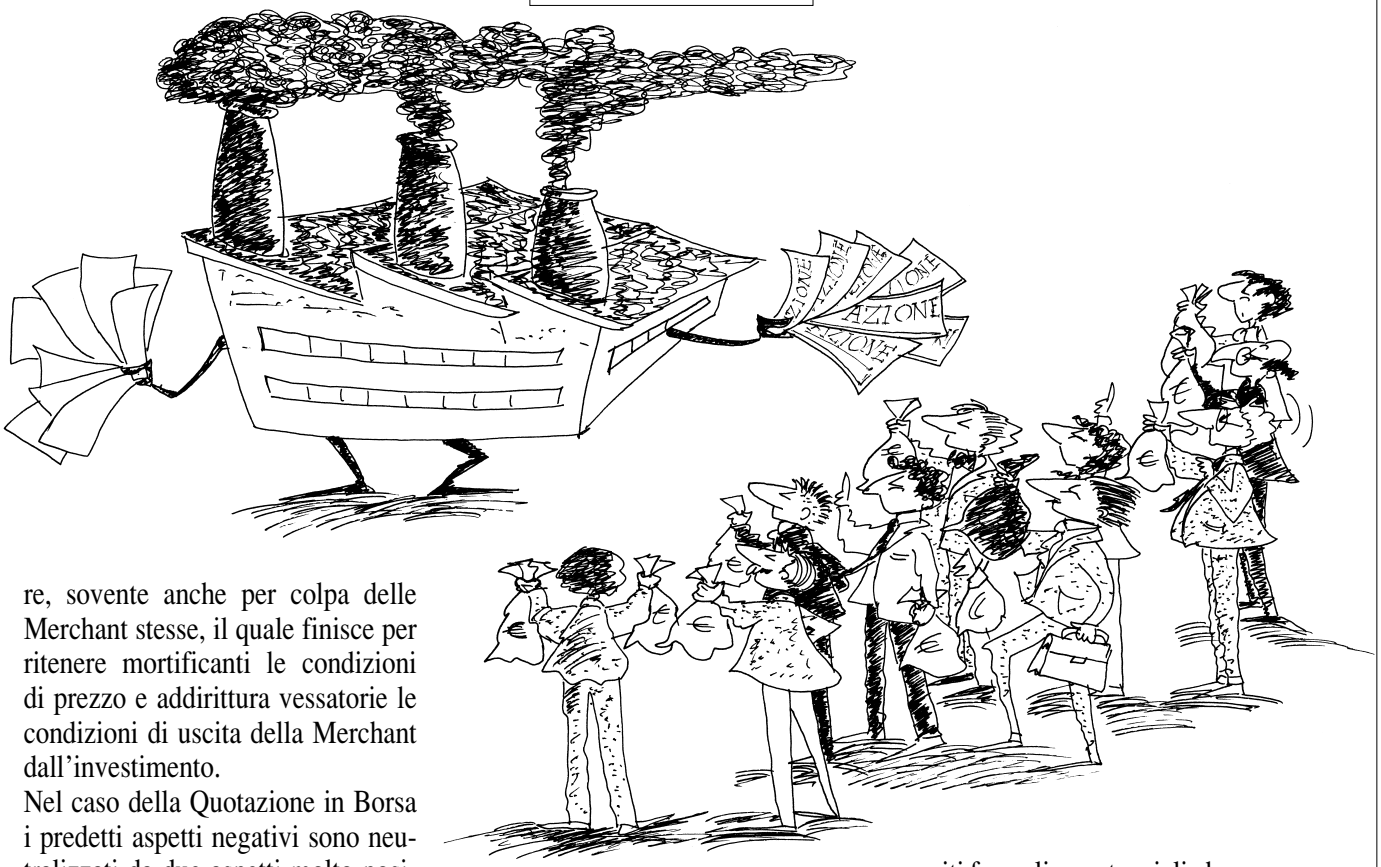
1) se essi valutano positivamente il business plan che l'imprenditore propone;
2) se riscontrano positivamente l'attitudine dell'azienda alla trasparenza, alla corretta e tempestiva amministrazione, alla gestione finanziaria, al controllo di gestione ed alla efficienza e continuità manageriale dell'impresa.

La sola convenienza economica evidenziata dal business plan proposto, anche se è condiviso nelle sue assunzioni e se è comunque ragionevole, non sarà certo sufficiente per decidere l'investimento; in assenza degli altri aspetti citati, o anche solo in carenza degli stessi rispetto al livello ritenuto corretto e necessario per l'azienda in analisi, l'investitore finanziario riterrà comunque troppo rischioso l'investimento e, quindi, semplicemente vi rinuncia, oppure lo deprezza talmente tanto (in ragione del rischio da lui valutato) che a rinunciarvi è l'imprenditore. Ciò vale qualunque sia l'investitore finanziario.

Vi sono numerose categorie di investitori finanziari: Merchant Bank, Fondi Comuni di Investimento, Venture Capitalist, Business Angels, Investitori Professionali (nel seguito definiti tutti in modo sintetico "Merchant"); e poi vi è il Pubblico Indistinto che investe, concettualmente, attraverso la quotazione in Borsa delle azioni della società proponente (nel seguito la "Borsa", con una locuzione sintetica di uso comune). Naturalmente i titoli in borsa li acquistano, e li vendono, non solo i privati risparmiatori, ma anche i cosiddetti Investitori Istituzionali.

Vi sono tuttavia sostanziali differenze tra la "Borsa" (o l'acquisizione di Capitali attraverso il processo di quotazione in Borsa) e tutti gli altri investitori finanziari, definiti sinteticamente "Merchant" nell'ipotesi di non quotazione della società.

Nel caso di Merchant, l'acquisto delle quote societarie (che avviene sempre ad un livello di partecipazione non trascurabile concentrata spesso in un unico nuovo socio, appunto la Merchant) è finalizzata alla massimizzazione del rendimento dei propri capitali in un tempo comunque delimitato, il che pone la Merchant in diretta contrapposizione negoziale con l'imprenditore che è concettualmente in prima istanza, all'atto della dismissione dell'investimento, l'unico loro possibile compratore. Ciò influisce, in diminuzione, sul "prezzo" della transazione e sulle condizioni della stessa, che finiscono per risultare spesso molto faticose per l'imprenditore, fino ad impedirla, in termini di garanzie di uscita, cioè di dismissione, della Merchant o di modalità comunque di liquidazione della partecipazione. Ciò naturalmente è perfettamente logico, in quanto la Merchant è un'azienda che deve fare al massimo livello i propri interessi. Il tutto però troppo spesso non risulta ben comprensibile all'imprendito-



re, sovente anche per colpa delle Merchant stesse, il quale finisce per ritenere mortificanti le condizioni di prezzo e addirittura vessatorie le condizioni di uscita della Merchant dall'investimento.

Nel caso della Quotazione in Borsa i predetti aspetti negativi sono neutralizzati da due aspetti molto positivi e favorevoli all'impresa ed all'imprenditore proponente e ciò pur senza danneggiare in alcun modo l'investitore stesso (il quale, chiunque sia, ha comunque per obiettivo di massimizzare il rendimento del proprio investimento. Uno è la non limitazione temporale preconcetta dell'investimento stesso e l'altro è la negoziabilità, anche molto parcellizzata, del titolo acquistato, che è assolutamente indipendente dall'imprenditore proponente iniziale. Questa è la caratteristica appunto della Borsa; in essa le aziende scambiano titoli di nuova emissione con risparmiatori/investitori e in essa questi ultimi si scambiano titoli emessi tra loro, anche in piccolissime quantità. La Borsa, quindi, propone una diversa visione del rapporto tra impresa/imprenditore proponente e investitore; una visione di limitata o perfino non contrapposizione di interessi, ma di condivisione di un percorso di sviluppo dell'azienda e del suo valore appunto non limitato nel tempo, perché chiunque comperi un titolo ne può uscire quando vuole vendendolo ad un altro risparmiatore. Inoltre, la quotazione stessa, per la caratteristica predetta di negoziabilità "aggiunge" valore al titolo quotato, nell'interesse comune di chi compera e chi vende. Per questo motivo a parità di condizioni possiamo senz'altro affermare che il valore di una azienda non quotata è apprezzabilmente minore della stessa azienda se quotata.

Possiamo considerare due aspetti sui temi discussi: l'uno riguarda le condizioni di ammissione in quotazione, l'altro il percorso di capitalizzazione nei due casi (Merchant e Borsa).

Sul piano generale possiamo dire che se una azienda "non può" accedere alla quotazione in Borsa deve necessariamente rivolgersi, per l'obiettivo di capitalizzazione in discussione, al settore delle Merchant. Ciò può far supporre erroneamente che ci siano particolari facilitazioni nell'accesso alla Merchant rispetto alla Borsa. Occorre chiarire che per l'accesso in Borsa occorrono requisiti formali e sostanziali che sono regolati da normative fissate e rigide, in linea di principio, a cui non si può derogare o a cui non si riesce a derogare. Ad esempio se deve essere rispettata una determinata percentuale di Capitale flottante (es.: il 35% del Capitale post-operazione di Offerta Pubblica debba essere disponibile sul mercato) e l'operazione proposta non lo raggiunge non può esservi ammissione; oppure se l'operazione proposta mettesse sul mercato ad esempio titoli per un milione di euro, l'operazione non risulterebbe materialmente possibile, in quanto nessun intermediario accetterebbe di offrire un valore così basso, sia per una sproporzione tra costo dell'operazione e capitali raccolti, sia perché ciò non consentirebbe di avere un mercato secondario normale del titolo (per carenza di "merce" disponibile per gli scambi).

Dunque il mancato accesso alla Borsa può dipendere dalla carenza di requisiti, quindi da fattori obiettivi e normativi. Essi sono a loro volta legati alla normativa del mercato a

cui si vorrebbe accedere; talvolta si attribuisce, erroneamente, una carenza di requisito connessa alla dimensione della Società; argomento di particolare importanza di cui tratteremo nel prossimo numero.

Nel qual caso occorre rivolgersi ad una Merchant. Esse hanno in generale maggiore flessibilità operativa nel decidere del proprio investimento. Certamente hanno anch'esse regolamenti interni a cui attenersi, tuttavia le varie categorie citate di Merchant finiscono per offrire una gamma di opportunità maggiore di quella della Borsa. Ad esempio, una Merchant può decidere di acquistare una partecipazione in una società che non ha il bilancio certificato e, ovviamente, richiederà che da quel momento la società certifichi i propri bilanci. Per la Borsa questo non è possibile, per quotarsi occorre almeno l'ultimo bilancio certificato e, per ottenere dalla Consob l'autorizzazione all'Offerta Pubblica, occorrono almeno tre bilanci certificati. Un Fondo potrebbe acquisire una partecipazione di dimensioni limitate, che, per la sua contenuta dimensione, non sarebbe possibile, in alternativa, offrire nel processo di Quotazione di Borsa.

Dunque se l'azienda (che vuole capitalizzarsi) non può accedere per motivi veri ed obiettivi alla Quotazione può analizzare il proprio progetto di capitalizzazione con una Merchant. Ovviamente non è detto che la proposta per questa sia accettabile in automatico; potrebbe non esserlo.

Ciò detto resta da analizzare il merito del processo di accesso alla Borsa o alla Merchant; a nostro avviso non vi sono particolari differenze. In sostanza ciò che è richiesto dalla Borsa all'azienda non è apprezzabilmente maggiore di quanto comunque una Merchant richiederebbe. Entrambe richiederanno attitudine a produrre reddito, buona organizzazione contabile, amministrativa e finanziaria, controllo di gestione, trasparenza, comunicazioni... Per la Borsa vi saranno alcuni formalismi in più, ma la sostanza non è dissimile; per alcuni versi poi la "presenza" della Borsa in azienda, anche in termini di obblighi, è inferiore e meno ingombrante ed impegnativa rispetto a quella della Merchant. Il processo, inoltre, nei due casi non è temporalmente dissimile. In apparenza può sembrare che quello di quotazione sia più costoso. Ad esempio, il costo di collocamento in quanto tale con la Merchant non c'è, ma vi è spesso un costo sostitutivo molto più elevato in termini di "*minore prezzo (valore)*" riconosciuto all'imprenditore proponente, e, comunque, sovente vi è un costo di "organizzazione" dell'operazione, che è molto simile al costo di collocamento.

I costi di legali, professionisti, due diligence, ecc... saranno pressoché analoghi.

In sintesi dunque non è più semplice avere rapporti con la Merchant piuttosto che con la Borsa, non ci sono minori apprezzabili impegni ed obblighi, non ci sono affatto minori costi né minori tempi; per cui, atteso che vi sono notevoli vantaggi della Borsa rispetto alla Merchant, in un'analisi del tema della capitalizzazione dell'impresa, innanzi tutto accorre accertare "*se*" è possibile accedere ad un mercato regolamentato (Borsa) e solo se ciò non è possibile si ripiegherà su una soluzione tipo Merchant.

La Borsa infatti è, a nostro avviso, in assoluto la soluzione preferibile e più conveniente per l'azienda e l'imprenditore ed è anche la più chiara ed univoca in termini contrattuali (che sono fissati in norme e regolamenti) e certamente quella meno onerosa in termini finanziari e meno impegnativa in tutti i sensi per l'imprenditore.

I vantaggi della quotazione in Borsa sono molti e preziosi e discendono, come detto, dalla possibilità che si ha di negoziare titoli tra aziende e investitori e tra investitori in modo continuo e parcellizzato; tra essi ne citiamo solo i due più immediatamente connessi al tema in analisi:

1. la possibilità di capitalizzarsi a cura del pubblico ovvero del mercato finanziario costituito da investitori privati e istituzionali con Aumenti di Capitali, collocamento di obbligazioni ed altri titoli, ottenere quindi mezzi finanziari per investimenti e sviluppo, a titolo non solo in equity, ma anche in debito, a prezzi competitivi, con procedure, una volta quotati, decisamente agevoli ed obiettive;
2. La possibilità di poter nuovamente e ripetutamente accedere nel tempo al mercato per ulteriori operazioni di capitalizzazione, qualora si presentasse alla società (quotata) l'opportunità di nuovi investimenti richiedenti in tempi brevi ingenti o comunque rilevanti capitali.

Da questi due vantaggi ne discende una considerazione importante: la Borsa può assicurare all'azienda capace di esprimere buoni progetti di sviluppo, i capitali necessari per sopravvivere e svilupparsi, senza limiti né di tempo né tecnicamente e concettualmente di quantità. Assicurarsi sine die una forte alleanza finanziaria significa per l'azienda aver risolto il tema della continuità aziendale per un fondamentale fattore della produzione del reddito, quello finanziario, di tal ché l'insuccesso possa dipendere solo da problemi connessi al prodotto, agli aspetti commerciali e tecnico produttivi. Il che è tutt'altro che poco in un paese come l'Italia dove appunto le nostre imprese, soprattutto le PMI, hanno capacità creative, commerciali, tecnico produttive, ma sempre meno mezzi finanziari.

Sergio Corbi
Amministratore e Partner di Financial Systems, Milano

Seguirà nel prossimo numero un intervento su "la quotazione in borsa e la PMI".