

Debito o equity?

A chi si può rivolgere una nuova impresa?

Di Lucio G. Insinga

SOMMARIO 1. I soci – 2. Gli incubatori – 3. Business Angel – 4. Fondi di venture capital. - 5. Ogni fase un'attore. - 6. Le operazioni di debito e di equity – 7. Come presentarsi in banca e agli investitori.

1. I soci

Sono i portatori e titolari delle quote o delle azioni delle Società e quasi sempre gli ideatori del progetto. I soci apportano il loro know-how e possono:

- ✓ **Sottoscrivere quote o azioni di nuova emissione** che incrementino il valore della propria partecipazione, per effetto dell'aumento della capitalizzazione, aumento di capitale.
- ✓ **Sottoscrivere** quote di strumenti di debito emessi dalla società, sulla base dell'aspettativa di un risultato aziendale che garantisca loro un rendimento prospettico migliore del proprio capitale investito in altri progetti.
- ✓ **Apportare denaro** sotto forma di prestito, fruttifero o infruttifero, con una scadenza predeterminata ma di fatto postergabile o postergata ex lege, (**finanziamenti soci**).

- ✓ **Rilasciare garanzie personali** o reali in favore della società per l'importo di cui necessita la società, ovvero la garanzia dell'adempimento da parte del terzo.
- ✓ **Sottoscrivere prestiti in forma privata** con destinazione vincolata in favore della società, il cui rimborso dovrà essere garantito dai compensi e dividendi, con possibilità di successivo riscatto da parte del socio di poter svincolare le azioni o quote date in garanzia al prestatore (prestito partecipativo).

2. Gli incubatori

Gli Incubatori sono tutte le istituzioni che erogano servizi di accompagnamento, talvolta anche di supporto finanziario, con la scopo di creare eventi e occasioni di contatto per le migliori idee con soggetti imprenditori, al fine di favorire l'avvio di nuove imprese.

Anche l'attività di incubazione ha origine negli Stati Uniti, negli anni settanta, per propagarsi negli altri Paesi. In Italia, dove è giunta negli anni ottanta e ha registrato diverse iniziative attività statali nascere, nel proseguo si sono visti i primi Parchi Scientifici e Tecnologici (PST).

A queste, hanno fatto seguito quelli di natura universitaria, per favorire lo sviluppo e il trasferimento scientifico in progetti di spin off che consentono a giovani laureandi di costituirsi in società private e proseguire la ricerca, lo sviluppo, la

brevettabilità e la prototipazione delle idee, testandone il mercato.

In tal senso, il concetto di incubatore assume una figura di rilievo e il supporto finanziario diventa secondario, stante la presenza di tutor costituiti da professori e da manager di sicura esperienza.

Tutte queste attività unitamente al supporto amministrativo, alla guida della definizione di un piano industriale, al supporto legale di marketing e tecnico, fanno di questi luoghi gli spazi ideali, veri e propri vivai nei quali coltivare e sviluppare l'idea.

La presenza di attori pubblici e privati prova la capacità di queste entità di accelerare il processo di sviluppo del business e supportarlo fino allo stadio nel quale, un fondo di Venture Capital oppure un Private Equity, deciderà di entrare nel capitale delle suddette società innovative.

Se queste ultime sono in possesso di determinati requisiti possono ottenere l'iscrizione nell'elenco speciale tenuto presso le Camere di Commercio fra le start up o le pmi innovative

3. Business Angel

In aggiunta agli incubatori, un'altra figura che si prefigge di accompagnare le nuove iniziative sono i Business Angels, nella maggior parte dei casi persone fisiche, i quali investono nell'idea.

I Business Angels hanno un ruolo molto importante in questa prima fase di vita della Società, sia dal punto di vista finanziario che manageriale, perché attraverso il loro tutoraggio attivo, sono in grado di pilotare le scelte strategiche della start up e valorizzare la società.

Tali soggetti si riuniscono spesso in BAN (Business Angel Network) dove l'interscambio è unicamente di tipo professionale ma informale, perché non poggia in alcun tipo di contratto e vede soggetti che operano in modo differente fra loro. Il Network non gestisce alcun patrimonio collettivo.

Pertanto ci possono essere Business Angel che:

- Operano un finanziamento puro (casi rari)
- Operano a supporto con un compenso commisurato in equity. Il loro disinvestimento (**way-out**) può essere rappresentato:
 - dall'ingresso nel capitale della Società da parte di un fondo di private equity o di venture capital,
 - dal riacquisto della partecipazione da parte dei fondatori,
 - dalla cessione della partecipazione detenuta nella società a un partner industriale.

Anche per questa tipologia di investimenti, il mercato domestico è prevalentemente costituito dall'IBAN (Associazione Italiana Degli Investitori Informali In Rete) in precedenza citata e della quale mi pregio di far parte.

4. Fondi di Venture Capital

Agli inizi degli anni ottanta, con il termine Venture Capital si definiva l'apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio-lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, tecnologie, concezioni di Mercato.

Nell'ambito di tale definizione, la partecipazione veniva generalmente intesa come temporanea, minoritaria e finalizzata, attraverso il contributo congiunto di know how non solo finanziario, allo sviluppo dell'impresa, all'aumento del suo valore e alla possibilità di realizzazione di un elevato *capital gain* in sede di dismissione.

Nel corso degli anni, pur rimanendo invariati i presupposti di fondo, le caratteristiche dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio sono mutate, diversificandosi in funzione del sistema imprenditoriale di riferimento e del grado di sviluppo dei diversi mercati e offrendo, oggi, una più variegata gamma di possibilità di intervento. Di fatto, il comune denominatore rimane l'acquisizione di partecipazioni significative in imprese, in ottica di medio lungo-termine, e il conseguente obiettivo di sviluppo, finalizzato al raggiungimento di una plusvalenza

sulla vendita delle azioni, sebbene la presenza delle ulteriori caratteristiche abbia assunto connotati molto variabili.

I *Venture Capitalists* (VC) investono nel capitale di giovani imprese innovative di settori high-tech, caratterizzate da elevati rischi, ma con un alto potenziale di crescita.

I risultati documentati di un lavoro teso a valutare l'effetto della partecipazione dei VC privati in un campione rappresentativo di imprese finanziate in Italia dal 2004 al 2014, dimostra che le imprese finanziate dai VC, hanno una crescita più rapida e sono più innovative di quelle del campione di controllo con caratteristiche iniziali molto simili. Esse registrano inoltre un aumento decisamente più ampio del capitale azionario e una forte riduzione della leva finanziaria, mentre non vi sono differenze significative nei tassi di sopravvivenza.

Gli effetti sulla crescita e l'attività innovativa non sono spiegati esclusivamente dall'incremento del capitale azionario: i risultati permangono quando si restringe il campione di controllo a imprese che hanno aumentato il capitale, ricorrendo a investitori diversi dai VC. Ciò suggerisce che gli effetti dei VC siano legati anche alla loro esperienza manageriale e alla rete di conoscenze.

I risultati positivi in termini di crescita e di innovazione, sono esclusivamente attribuibili ai VC indipendenti rispetto a quelli

di proprietà di banche, assicurazioni, o società finanziarie (*captive*).

I fondi possono operare ovviamente in tutte le operazioni di finanza strutturata e straordinarie, dove il ricambio generazionale non è garantito dai familiari dell'imprenditore, ma da manager che si trovano a detenere una quota significativa della società (Management by out), oppure ex manager che vengono a detenere una quota rilevante di essa. (Management by in).

Le fasi prodromiche all'ingresso di un fondo nel capitale di un'azienda non differiscono da quelle che ogni investitore di un certo rilievo conduce prima di un'acquisizione.

Il grafico che segue mostra le fasi di un'operazione di acquisizione di una partecipazione nel capitale da parte di un investitore.

TABELLA Attività preliminari all'ingresso di un Venture Capital



5. Ogni fase un attore

La scelta fra aumentare l'indebitamento oppure *“sacrificare”* parte della propria sovranità in favore di un terzo, oltre che un

salto mentale presuppone l'analisi di tutte le variabili che esso comporta. D'altra parte è vero che non tutti gli attori sono nella possibilità legale (banche) oppure hanno l'intenzione di esporsi verso aziende, realtà di giovane costituzione o società mature.

Un'azienda nel corso della sua vita può ricorrere a varie forme di supporto:

- **In una prima fase** prevalentemente di tipo logistico e consulenziale (incubatori)
- **In una seconda fase** di un primo supporto finanziario e consulenziale (Business Angel),
- **In una terza fase** di un supporto finanziario che può vedere alternativamente o congiuntamente presenza di soggetti di private equity, venture capitalist, banche, consorzi di garanzia, società di rating)
- **In una quarta fase** ed ulteriori fasi, quali consolidamento, sviluppo e maturità / rinnovo tecnologico) la presenza di Venture Capital banche e risparmio privato, quest'ultimo nell'ipotesi di quotazione della società.

Pertanto conoscere **“chi può far cosa”** è fondamentale perché il corretto utilizzo delle potenzialità che possono esprimere tutti questi soggetti, può rappresentare la chiave di volta per il successo o l'insuccesso di un'operazione.

La Tabella che segue illustra il rapporto fra il tipo di impresa e gli attori finanziari di riferimento.

Tabella di confronto fra tipo imprese e attori finanziari

TIPO IMPRESA	SOCI ATTUALI E NUOVI	INTERM. BANCARI	OPERATORI SPECIALIZZATI	RISPARMIO PRIVATO
Start up innovativa e PMI Innovative	SI	NO	SI	SI
Micro impresa	SI	SI	NO	SI
Piccola impresa	SI	SI	NO	SI
Media impresa	SI	SI	SI	SI
Grande impresa	SI	SI	SI	SI

Ancorchè la start up dal punto di vista dimensionale, è assimilabile a una piccola impresa, si noti come sia più facile per essa rivolgersi agli operatori specializzati e al risparmio privato, rispetto ad una micro impresa. Ciò, almeno per due ragioni:

- La start up non aspira a diventare una micro impresa.
- Investire sulle start è più conveniente dal punto di vista fiscale.

Questo fenomeno delle start up e delle PMI innovative si deve al Decreto Legge 179/2012, noto anche come “Decreto Crescita 2.0”, recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita

del Paese” e convertito dal Parlamento con Legge del 18 dicembre 2012 n. 221.

Dette società possono beneficiare:

- Di abbattimenti o riduzioni di costi amministrativi,
- Procedure più semplificate
- Agevolazioni fiscali in favore dei lavoratori e degli investitori che possono beneficiare di un credito d'imposta che può arrivare fino al 50%

La Tabella che segue, mostra quali sono le società che possono aspirare a essere classificate e iscritte nell'apposito registro tenuto presso il sistema camerale.

Tabella di confronto fra start up e Pmi innovative

START UP INNOVATIVE	PMI INNOVATIVE
Sono nuove o comunque hanno meno di 5 anni di attività;	Piccole e Medie Imprese ai sensi della disciplina Comunitaria, vale a dire imprese che impiegano Meno di 250 persone e il cui fatturato annuo non Supera i 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio Non supera i 43 milioni di euro, che rispettano I seguenti requisiti
Hanno sede principale in Italia, in	Hanno sede principale in Italia, in

altro Paese membro dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;	altro Paese membro dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia
Presentano un fatturato annuo inferiore a 5 Milioni di euro.	Sono costituite come società di capitali, anche in forma cooperativa le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato.
Non distribuiscono utili.	
Hanno come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; non sono costituite da fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.	Dispongono della certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili.
Infine, il contenuto innovativo dell'impresa è identificato con il possesso di almeno uno dei tre seguenti criteri:	Non sono iscritte alla sezione speciale del Registro delle imprese dedicata alle startup innovative e agli incubatori certificati.
Almeno il 15% del maggiore tra fatturato e costi annui è ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo.	Il contenuto innovativo dell'impresa è identificato con il possesso di <i>almeno due</i> dei tre seguenti criteri:
La forza lavoro complessiva è costituita per almeno 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure per almeno 2/3	Volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura almeno pari al 3% della maggiore entità fra costo e valore totale della

<p>da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale.</p>	<p>produzione;</p>
<p>L'impresa è titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato (privativa industriale) oppure titolare di programma per elaboratore originario registrato.</p>	<p>impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in una quota almeno pari a 1/5 della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, <i>ovvero</i>, in una quota almeno pari a 1/3 della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale.</p>
	<p>Titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie, di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero titolarità dei diritti relativi a un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché</p>

	tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa.
--	--

In ogni caso, è bene tenere sempre a mente i parametri dimensionali definiti a livello comunitario:

Tabella. Le Dimensioni aziendali nei parametri comunitari

PARAMETRI COMUNITARI DELLA DIMENSIONE DELLE IMPRESE			
	Micro Impresa	Piccola Impresa	Media Impresa
a) Dipendenti	Meno di 10	Meno di 50	Meno di 250
b) Fatturato	Non super. a € 2 mil.	Non super. a € 10 mil.	Non super. a € 50 mil.
	Oppure	Oppure	Oppure
c) totale di bilancio	Non super. a € 2 mil.	Non super. a € 10 mi.	Non super a € 43 mil.

6. Le operazioni di debito e di equity

Nel presente paragrafo con l'ausilio di alcuni grafici e tabelle, vengono illustrate tutte le operazioni di debito a breve e lungo termine, definite ordinarie, perché il compimento di esse non genera una modifica della governance aziendale, nonché tutte

le operazioni definite straordinarie il cui compimento, di norma, comporta una modifica degli assetti proprietari.

Tabella 4. Operazioni di debito. Incidenza sul patrimonio.

OPERAZIONE	DESCRIZIONE	SOCI	BANCHE	FONDI D'IN.	RETE INTERNET
DEBT	Operazioni finanziarie a breve termine	SI	SI	NO	NO/SI
	Modifica del capitale sociale	NO	NO	NO	NO

OPERAZIONE	DESCRIZIONE	SOCI	BANCHE	FONDI D'IN.	RETE INTERNET
DEBT	Operazioni finanziarie a m/ lungo termine	SI	SI	SI	SI
	Modifica del capitale sociale	SI	NO	SI	NO
	Operazioni finanziarie straordinarie	SI	NO	SI	SI
	Modifica del capitale sociale	SI	NO	SI	SI

La tabella che segue descrive quali sono le operazioni o gli strumenti a disposizione di un'azienda per individuare liquidità. Fra essi ve sono degli *anomali* (scoperto di conto corrente, anticipi commerciali e il contratto di associazione in

partecipazione con apporto di solo denaro) che tuttavia sono indicati perché pur non essendo le *leve tipiche* da utilizzare concorrono (le prime due), a formare la composizione del rating bancario dal quale ne deriva sia il costo del denaro, che la solvibilità, ossia la capacità di poter far fronte con puntualità ai propri debiti.

Tabella. Le operazioni a breve termine

OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO A BREVE TERMINE	SOCI	BANCHE	FONDI D'IN.	RETE INTERNET
FINANZIAMENTI SOCI	SI	NO	NO	NO
SCOPERTO DI C/C	NO	SI	NO	NO
ANTICIPI COMMERCIALI	NO	SI	NO	NO/SI
FINANZIAMENTI ENTRO 12 MESI	NO	SI	SI	SI
IL FACTORING	NO	SI	SI	NO/SI
IL CONTRATTO DI ASSOCIAZIONE IN PARTECIPAZIONE CON APPORTO DI SOLO DENARO	NO	NO	NO	SI

La Tabella che segue illustra le operazioni a medio e lungo termine, attraverso le quali un'azienda finanzia i propri investimenti.

Come quelle a breve, anche le operazioni a medio/lungo termine non sono destinate a modificare gli assetti proprietari.

Tabella. Le operazioni a medio/lungo termine

FINANZIAMENTI A MEDIO E LUNGO TERMINE	SOCI	BANCHE	FONDI D'INV.	RETE INTERNET
FINANZIAMENTI SOCI	SI	NO	NO	NO
LEASING	NO	SI	NO	NO
FINANZIAMENTI	SI	SI	SI	SI
MUTUI	NO	SI	SI	NO
FINANZIAMENTI DEDICATI AD UNO SPECIFICO AFFARE	SI	NO	NO	SI
CAMBIALI FINANZIARIE	SI	SI	SI	NO

La Tabella che segue illustra infine tutte le operazioni straordinarie che possono essere compiute dalle società di capitali.

Tabella Le operazioni di finanza straordinaria

OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO STRAORDINARIE	SOCI	BANCHE	FONDI D'INV.	RETE INTERNET
AUMENTI DI CAPITALE RISERVATI AI SOCI	SI	NO	NO	NO
AUMENTI DI CAPITALE APERTI ANCHE A TERZI	SI	SI	SI	SI
AUMENTI DI CAPITALE RISERVATI SOLO A TERZI	NO	SI	SI	SI
PRESTITI OBBLIGAZIONARI	SI	SI	SI	NO/SI
MINIBOND	SI	SI	SI	SI
PRESTITI MEZZANINI	SI	SI	SI	NO
PRESTITI PARTECIPATIVI	SI	SI	SI	NO
QUOTAZIONE IN BORSA	SI	SI	SI	SI

Il Grafico di seguito riportato illustra il tipo di contribuzione degli attori per ciclo di vita dell'azienda.

Tabella. Gli attori finanziari nel ciclo di vita dell'azienda



Il Grafico di seguito invece richiama l'attenzione sul vantaggio competitivo dei progetti, come l'investitore dovrebbe poter definire, grazie a un'attività di due diligence, la probabilità che detto prodotto ha di rimanere sul mercato rispetto alla concorrenza.

Il Grafico che segue correla: Fase, Rischio, Soggetto e Finalità dell'operazione

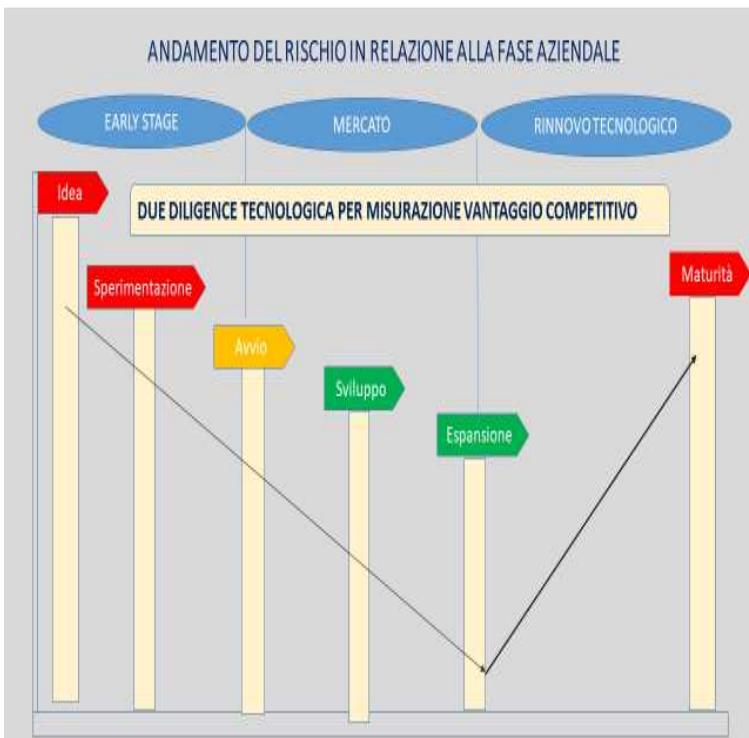
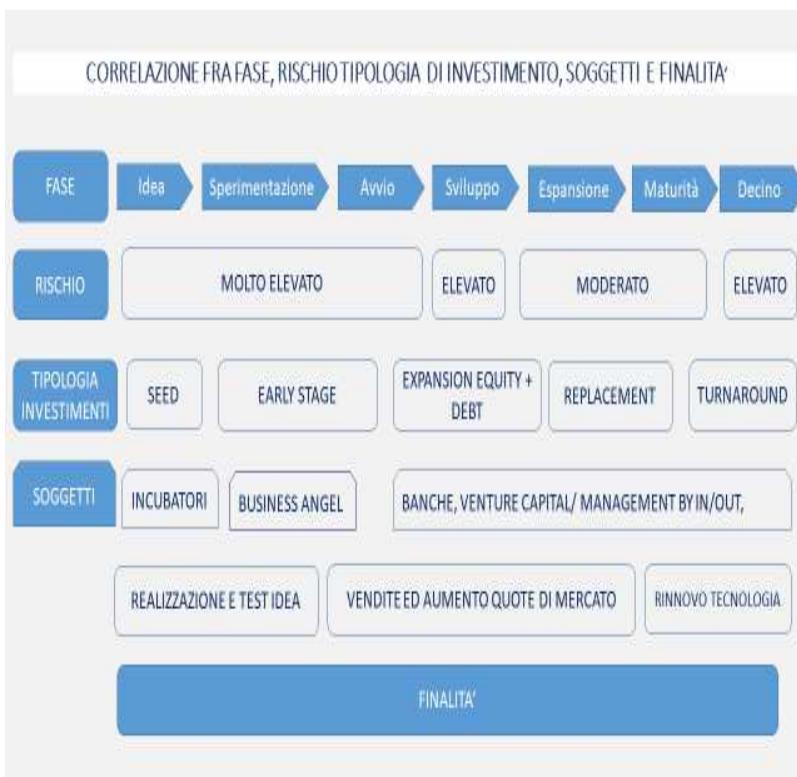
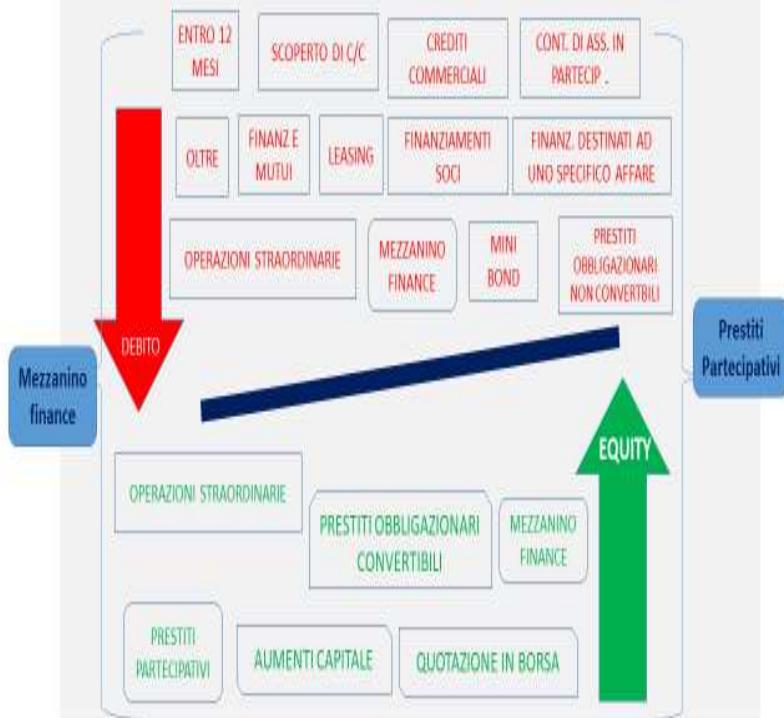


Tabella. Correlazione fra Fase, Rischio, Tipo di investimento e Finalità.



Il Grafico che segue indica le Operazioni di Debito, a breve e lungo termine, e le Operazioni Straordinarie.

DESCRIZIONE DELLE OPERAZIONI E DELLE SOLUZIONI CHE GENERANO UN AUMENTO DEI DEBITI VERSO TERZI
OPPURE UN AUMENTO DEI MEZZI PROPRI DELL'AZIENDA



7. Come presentarsi in banca e agli investitori

Atteso che ora abbiamo compreso chi può darci cosa, dobbiamo provare a essere convincenti, dando loro prova che la nostra idea d'impresa poggia su solidi pilastri.

Viene quindi richiesto all'imprenditore, un mix di conoscenze che esulano dalle leve squisitamente tecniche (know how

specifico del mercato che si presidia, o nel quale s'intende entrare); di conoscere come si muove la concorrenza, di saper leggere e interpretare i segnali di un mercato globale che muta giornalmente, la capacità di elaborare previsioni basate, non su estrapolazioni statistiche ma elementi oggettivi, misurabili, affinché l'attendibilità delle stime sia dimostrabile.

Quindi a ognuno il suo piano industriale, oppure tre diversi per la stessa idea? Niente affatto. Lo stesso documento, elaborato con la medesima obiettività e veridicità potrà esaltare un aspetto anziché un altro a seconda che trattasi di una banca, di un privato o di fondo di venture capital.

Se ci rivolgiamo a una banca per delle linee di credito o per effettuare degli investimenti, sappiamo di certo che trattasi di un soggetto che esamina più l'aspetto patrimoniale dei proponenti e le garanzie collaterali che siamo in grado di offrire.

Se ci rivolgiamo a un privato, possiamo tralasciare l'aspetto garanzie e puntare tutto sulla redditività, qualora si tratta di un potenziale azionista, oppure sulla capacità di generare flussi finanziari prospettici, atti a rimborsare il capitale ottenuto da lui in prestito oltre agli interessi pattuiti.

Se ci rivolgiamo a un Business Angel o a un Fondo di Venture Capital, sarà interessante comunicare la visione prospettica, il vantaggio competitivo che la nostra idea può avere rispetto alla concorrenza, le prospettive di crescita, la conoscenza dei

mercati di riferimento, il gap competitivo che siamo in grado di frapporre.

Ciò, perché tali soggetti hanno un'aspettativa di rendimento interno del capitale investito (IRR)⁵ e una **“way-out”** che deve essere ben definita. Essa ad esempio può essere: - il riacquisto della partecipazione da parte dei fondatori, - la cessione a un altro fondo interessato a quello specifico settore, - la quotazione della Società.

Per far ciò, non occorrono centinaia di pagine, ma un documento schematico che nelle prime tre/quattro pagine descriva: quanto chiediamo, come investiremo quelle risorse, cosa siamo disponibili a concedere (percentuale di partecipazione al capitale) e quali risultati ci attendiamo in via prospettica. Il documento nel suo complesso può essere composto come segue::

- a. Executive Summary
- b. La Società/ Chi Siamo
- c. Il prodotto o servizio
- d. Il Mercato di riferimento
- e. Benchmark competitor
- f. Piano economico finanziario
- g. Destinazione delle risorse raccolte