Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

RICERCA

DOCUMENTO

STRUMENTI E TECNICHE DI FINANZA INNOVATIVA LUNGO IL CICLO DI VITA AZIENDALE

a cura di:

Antonio Salvi

AREA DI DELEGA CNDCEC

Finanza aziendale

CONSIGLIERE DELEGATO

Antonio Repaci

COMMISSIONE DI STUDIO

Finanza innovativa

PRESIDENTE

Antonio Salvi

30 APRILE 2025

Area di delega “Finanza Aziendale”

A cura della Commissione di studio “Finanza innovativa”

Consigliere delegato

Antonio Repaci

Presidente

Antonio Salvi

Segretario

Enrico Battisti

Componenti

Corrado Baldini
Carmelo Campagna
Cristina Chiantia
Emiliano D’Agostino
Fulvio Degrassi
Marco Giannini
Vito Martielli
Giuseppe Palamone
Angelo Pappadà
Matteo Piras
Claudio Rapo
Fabrizio Rossi
Deborah Setola
Francesco Vulpetti
Paola Loredana Bruno
Gianluca Castiello
Pietro Cippone
Alessandro Delfini
Alessandro Falco
Pasquale Limatola
Giuseppe Micale
Giulia Panunzi
Stefania Pino
Marco Pochetti
Giovanna Rizzo
Dario Ruggeri
Alessandro Terzuolo
Matteo Zucca

Ricercatori FNC

Roberto De Luca
Nicola Lucido

Sommario

Introduzione **1**

PARTE I **6**

START-UP 6

1.1. Il *crowdfunding*: inquadramento generale 7

1.1.1. Premessa sull'*equity crowdfunding* 7

1.1.2. Inquadramento sull'*equity crowdfunding* 7

1.1.3. Evoluzione dell'*equity crowdfunding* 9

1.1.4. Contesto normativo dello strumento 10

1.1.4.1. Normativa internazionale 10

1.1.4.2. Normativa nazionale 11

1.1.4.3. Principali modifiche normative nazionali 11

1.1.4.4. Regolamento europeo "European Crowdfunding Service Providers" 12

1.1.5. L'*equity crowdfunding* e la fase di lancio delle imprese 13

1.2. La *pre-money valuation* di una start-up 14

1.2.1. Metodologie di valutazione *pre-money* 15

1.2.1.1. Principali criticità nella valutazione *pre-money* 20

1.2.1.2. La valutazione *post-money* e rapporto con la *pre-money* 20

1.3. Ruolo del commercialista a supporto delle start-up 21

PARTE II **23**

SVILUPPO 23

2.1. Minibond: inquadramento e motivazioni strategiche alla base dell'utilizzo 24

2.1.1. Linee guida dello strumento, destinatari ed attori coinvolti 24

2.2. Elementi caratteristici dei Minibond 30

2.2.1. Le principali differenze tecniche tra bond e finanziamento tradizionale 30

2.2.2. Importanza del monitoraggio del finanziamento ottenuto attraverso degli indicatori 31

2.2.3. Predisposizione "culturale" al dialogo con le controparti 33

2.3. Aspetti legali, statutari e di governance 34

2.4. Aspetti contabili 35

2.5. Aspetti fiscali 35
2.5.1. Regime fiscale in capo al sottoscrittore 35
2.5.2. Deducibilità degli interessi in capo all'emittente 36
2.5.3. Possibile deduzione dei costi di emissione delle cambiali finanziarie 37
2.6. Il *vendor loan*: introduzione 37
2.6.1. Destinatari 38
2.6.2. Le principali figure delle operazioni di *vendor loan* 38
2.6.3. Caratteristiche Principali 39
2.6.4. Vantaggi del *vendor loan* 41
2.6.5. Struttura e *iter* dell'operazione 41
2.6.6. Aspetti legali e di *governance* del *vendor loan* 42
2.6.6.1. Aspetti Legali 42
2.6.6.2. Aspetti di Governance 42
2.6.7. Punti di attenzione e rischi 43
2.6.8. Impatto della Legge 5 marzo 2024, n. 21 43
2.6.9. Casi pratici 44
2.6.9.1. FBO Alfa Industrial S.p.A. 44
2.6.9.2. Cessione di quota di maggioranza di Beta SpA a fondo di investimento 46
2.6.9.3. Acquisizione del controllo di Service S.p.A. da parte di socio di minoranza e manager con indebitamento bancario e *vendor loan* 47
2.6.9.4. Acquisizione tramite LBO della Entertainment S.p.A. e connesso *vendor loan* 48

PARTE III **51**
MATURITÀ 51
3.1. Search fund: introduzione 52
3.3.1. Potenziali target 54
3.3.2. Attori coinvolti 56
3.3.3. Tempistica della procedura 57
3.3.4. Aspetti contabili, fiscali e ruolo del professionista 59

PARTE IV **62**
TURNAROUND / RISTRUTTURAZIONE 62
4.1. Gli Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP) 63
4.1.1. Destinatari e attori coinvolti 64

4.1.2. Tempistica della procedura, aspetti civilistici, diritti patrimoniali, diritti amministrativi, aspetti contabili e fiscali 66

4.1.3. Ruolo del professionista 73

Allegati **74**

Allegato A: modifiche alle clausole statutarie attuate da una S.p.A. nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti (*ex* art. 182 l.f. - art. 57 CCII) 74

Allegato B: schema tipo di regolamento di emissione di SFP 77

Introduzione

La Commissione "Finanza innovativa", istituita in seno al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) e presieduta dal sottoscritto, si propone di condividere con il ceto professionale strumenti e tecniche innovative di finanza aziendale.

Diverse sono le modalità con cui l'area di interesse della Commissione avrebbe potuto svolgere il compito assegnatole. Tra le numerose alternative disponibili (ad esempio, procedere per approfondimenti monotematici di singoli strumenti o tecniche finanziarie), la Commissione ha deciso di adottare una modalità fondata sull'applicazione delle alternative disponibili alle specifiche fasi del ciclo di vita aziendale. Si è condiviso, cioè, di procedere a un'analisi degli strumenti e delle tecniche di finanza aziendale, suddividendole a seconda del loro "migliore" utilizzo in ciascuna delle quattro fasi della vita aziendale che tipicamente vengono suggerite in dottrina e nella prassi: start-up, sviluppo, maturità, rilancio/turnaround.

La ragione principale di questa – a mio avviso fruttuosa e per certi versi innovativa – scelta risiede nella convinzione che le decisioni finanziarie aziendali siano fortemente influenzate dall'"età" e dal ciclo di vita aziendale, poiché non tutte le misure e gli strumenti di finanza innovativa disponibili sul mercato sono necessariamente adeguati a tutte le "stagioni". Differenziando l'analisi per singole fasi del ciclo di vita, si intende così fornire al professionista uno strumento operativo auspicabilmente utile al fine di supportare al meglio le proprie aziende clienti, a seconda dello specifico fabbisogno finanziario da ciascuna di esse *pro-tempore* manifestato.

Ciò premesso, il documento che segue è stato suddiviso in quattro parti, ciascuna delle quali fa necessariamente rifermento a una specifica fase aziendale. Inutile dire che alcuni degli strumenti finanziari approfonditi nel documento possono essere talvolta applicati anche in altre fasi rispetto a quella di primario interesse, anche se permane il fatto che la loro principale attuazione concerne proprio la specifica fase in cui vengono di seguito presentati.

La prima parte esamina l'equity *crowdfunding*, quale importante innovazione intervenuta nel panorama della finanza imprenditoriale. Si tratta di uno strumento che è emerso come una soluzione fondamentale per le start-up e le piccole e medie imprese in cerca di risorse finanziarie per finanziare il proprio sviluppo. In un contesto economico reso complesso da eventi globali avversi (crisi finanziaria del 2007-2008, pandemia da COVID-19, tensioni geo-politiche mondiali, iper-regolamentazione dei mercati finanziari) l'accesso ai finanziamenti tradizionali si è fatto più difficile per le aziende neocostituite. Molte banche e istituti di credito hanno adottato politiche più restrittive in merito all'erogazione di prestiti, specialmente nei confronti delle imprese più giovani e con meno esperienza. Di conseguenza, numerose start-up si sono trovate a dover cercare soluzioni alternative di raccolta fondi, tra cui, appunto, il *crowdfunding*, il quale consente di attrarre piccoli investimenti da un ampio pubblico di investitori attraverso il ricorso a piattaforme digitali.

Il *crowdfunding* è un fenomeno in costante evoluzione, che si presenta in diverse forme, tra cui donation, reward, lending ed equity *crowdfunding*. Quest'ultimo modello si caratterizza per il fatto che consente agli investitori di acquisire una partecipazione nel capitale sociale delle imprese, trasformandoli da semplici sostenitori in veri e propri soci. Gli investitori non solo forniscono i fondi necessari per avviare o far crescere un business, ma possono anche apportare competenze, networking e supporto strategico, contribuendo così attivamente alla crescita delle aziende in cui investono. Tale approccio non solo agevola l'accesso al capitale per le giovani imprese, ma promuove anche una cultura imprenditoriale più partecipativa, in cui i cittadini, la cd. "crowd" possono prendere parte attiva al finanziamento delle iniziative che considerano promettenti o in grado di impattare positivamente sulla società.

L'equity *crowdfunding* ha visto una notevole crescita negli ultimi anni, supportata da un maggiore interesse da parte degli investitori, sia professionali che non professionali, e da una crescente alfabetizzazione finanziaria del pubblico. Inoltre, la crescente popolarità di questo strumento è stata accompagnata da un'evoluzione normativa che ha contribuito a rendere il mercato dell'equity *crowdfunding* italiano uno dei più avanzati in Europa. Il quadro normativo italiano, avviato con il d.l. 179/2012, ha introdotto regole chiare per la raccolta di capitali tramite piattaforme di *crowdfunding*, garantendo al contempo una protezione adeguata agli investitori e le start-up coinvolte.

Tuttavia, nonostante i vantaggi e l'adozione crescente di questo strumento, l'equity *crowdfunding* presenta anche delle sfide, a partire dalla necessità di un'accurata valutazione *pre-money*, aspetto fondamentale per assicurare che gli investitori non siano dissuasi da valutazioni troppo elevate o diluenti per i soci fondatori. Inoltre, la mancanza di dati storici e l'incertezza inerente alle previsioni di crescita comportano che le start-up siano chiamate ad adottare un approccio strategico e di lungo termine per attrarre investimenti significativi.

Nella prima parte del documento, viene anche esplorato il ruolo cruciale che i professionisti, e in particolare i commercialisti, possono svolgere a supporto delle imprese che decidono di intraprendere un percorso di raccolta fondi attraverso questo strumento innovativo. Attraverso un'analisi approfondita delle opportunità e dei rischi associati all'*equity crowdfunding*, la prima parte si propone dunque di fornire una panoramica completa per gli imprenditori, i potenziali investitori e gli esperti del settore, evidenziando come questo strumento possa diventare un catalizzatore per l'innovazione e la crescita economica sostenibile.

La seconda parte del documento esamina l'introduzione dei minibond e del *vendor loan*, strumenti che rappresentano un significativo sviluppo nel panorama della finanza aziendale in Italia, in particolar modo per le piccole e medie imprese alla ricerca di soluzioni di finanziamento alternative a quelle tradizionali offerte tipicamente dalle banche. Come detto, negli ultimi anni le PMI hanno affrontato difficoltà crescenti nel reperire capitali, soprattutto in un contesto economico caratterizzato da tassi di interesse in crescita e incertezze macroeconomiche. In questo scenario, i minibond sono emersi come una possibile risposta di natura strategica nelle scelte di finanziamento aziendale, poiché consentono alle aziende di emettere obbligazioni (o cambiali finanziarie) che possono essere

sottoscritte da investitori professionali e istituzionali, creando così un canale di finanziamento diretto e flessibile, che riduce al minimo l'intervento di terzi intermediari.

I minibond non sono soltanto un modo per diversificare le fonti di capitale; essi rappresentano anche un'opportunità disponibile alle PMI per migliorare la propria visibilità nei mercati dei capitali e attrarre investimenti significativi per finanziare progetti di crescita, innovazione e sviluppo. La normativa italiana, che ha subìto riforme significative per agevolare l'emissione di minibond, ha contribuito a questa evoluzione, creando un contesto più favorevole per le imprese che desiderano espandere le proprie operazioni e migliorare la propria competitività.

Parallelamente, il *vendor loan* si è affermato come una modalità di finanziamento estremamente utile, in special modo nelle operazioni di acquisizione. Si tratta di uno strumento che consente ai venditori di finanziare parte del prezzo di acquisto per facilitare la transazione. Attraverso il *vendor loan*, l'acquirente può ridurre il fabbisogno di capitale iniziale, poiché il venditore diventa un creditore, permettendo in alcuni casi di completare l'acquisizione anche in assenza di finanziamenti bancari adeguati. Questo meccanismo è particolarmente vantaggioso in contesti di *Management Buy Out* (MBO) o di passaggio generazionale, nei quali il venditore ha spesso una profonda conoscenza dell'azienda e preferisce adottare un approccio più collaborativo con l'acquirente.

Nonostante le interessanti opportunità appena delineate, resta tuttavia fondamentale che le aziende comprendano a fondo le caratteristiche e le sfide associate a tali strumenti. I minibond, ad esempio, richiedono una pianificazione attenta e una robusta preparazione documentale per attrarre investitori e garantirne il successo. Allo stesso modo, la negoziazione di un *vendor loan* implica una serie di considerazioni legali e finanziarie, le quali devono essere gestite con cura per evitare eventuali conflitti futuri.

Nel complesso, la comprensione e l'adozione di minibond e *vendor loan* rappresentano un passo significativo verso una gestione finanziaria più dinamica e strategica per le PMI italiane. Questi strumenti non solo ampliano le opzioni di raccolta fondi, ma contribuiscono anche a creare un mercato dei capitali più attivo e accessibile, il che potrebbe a sua volta avere un impatto positivo sulla competitività e sulla crescita economica delle aziende. In questo contesto, le aziende sono chiamate sviluppare una maggiore consapevolezza delle proprie necessità finanziarie, rimanere aperte a soluzioni innovative e, soprattutto, instaurare un dialogo costante con i partner finanziari per navigare efficacemente il complesso panorama finanziario contemporaneo e cogliere le opportunità offerte dalla trasformazione del mercato.

La terza parte del documento esplora il concetto di *search fund*, un modello di investimento creato nel 1984 da Irving Grousbeck e Jim Southern, il quale consente a giovani manager di acquisire e gestire aziende esistenti, affrontando al meglio le sfide che si trovano ad affrontare in particolar modo le start-up e le aziende che si trovano ad attraversare delicati passaggi generazionali[1]. Grazie a un pool di investitori, i Search Fund possono finanziare l'acquisizione di aziende – di piccole e medie dimensioni –

[1] Cfr. PETERS G. (2010), "Entrepreneurs: Search Party", *Business Strategy Review*, 21: 30-33.

con potenziale inespresso o da rilanciare, offrendo vantaggi a tutti gli attori coinvolti: manager, investitori e aziende target.

Il modello appare in crescita, con circa 700 fondi attivi negli USA e più di 180 in Europa, incluso un numero crescente in Italia, a partire dal 2017. Le aziende italiane, caratterizzate da una forte esperienza produttiva ma spesso in cerca di un opportuno passaggio generazionale, rappresentano un terreno fertile per questa tipologia di investitori. Tuttavia, permane una diffidenza di fondo verso di essi da parte di imprenditori e consulenti, dovuta probabilmente a una scarsa conoscenza del suo funzionamento.

Le caratteristiche ideali per le potenziali target comprendono una tendenziale stabilità finanziaria, margini operativi lordi pari ad almeno il 10% e business preferibilmente orientati ai settori B2B. Il *searcher*, di norma un manager esperto, riveste un ruolo cruciale nella ricerca e nella gestione dell'azienda dopo l'acquisizione. Gli investitori, tipicamente HNWI[2] o fondi di private equity, forniscono capitale in due fasi.

Le fasi di scouting e acquisizione sono simili a quelle del *private equity* ma senza la necessità di "testare" a fondo l'imprenditore attuale, rendendo il processo più semplice. Infine, vengono trattati aspetti fiscali e contabili, sottolineando la possibilità di rivalutazione delle quote e la gestione strategica degli asset immobiliari per migliorare l'efficienza fiscale dell'acquisizione.

La quarta e ultima parte del documento analizza, infine, gli Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP), introdotti dalla riforma del diritto societario in Italia, miranti a sostenere le aziende in difficoltà per facilitare il reperimento di risorse finanziarie. Gli SFP offrono alle Società per azioni la possibilità di emettere titoli con diritti patrimoniali, escluso il diritto di voto, e possono essere considerati strumenti "ibridi", assimilabili a capitale di rischio o debito.

La regolamentazione attuale prevede che gli SFP possano essere utilizzati da società per azioni, start-up e PMI innovative, con un'attenzione particolare sulle aziende in crisi e alle ristrutturazioni del debito. Coinvolgono diversi attori, tra cui l'assemblea dei soci, l'organo amministrativo e i soggetti finanziatori quali banche e soci.

Riguardo agli aspetti civilistici, il documento esamina la necessità di modifiche statutarie per l'emissione di SFP e chiarisce i diritti patrimoniali e amministrativi di norma associati a questi strumenti. L'emissione è regolata da specifici regolamenti e decisioni assembleari, nei quali vengono chiarite le questioni relative ai diritti di voto e all'eventuale creazione di assemblee speciali per i titolari di SFP.

Dal punto di vista contabile, gli SFP non vengono imputati a capitale, ma possono generare ripercussioni positive sulle riserve patrimoniali.

[2] High Net Worth Individuals, persone con elevate disponibilità di asset e liquidità da investire.

Gli SFP rappresentano una risorsa strategica per le imprese in crisi, promuovendo una maggiore partecipazione di finanziatori e professionisti nella strutturazione di operazioni di salvataggio e ristrutturazione aziendale.

In conclusione, mi sia consentito un affettuoso ringraziamento ai Colleghi che mi hanno affiancato con tanto entusiasmo nella preparazione di questo primo documento della Commissione. È ovviamente a loro che devono attribuirsi pressoché integralmente i meriti di quanto leggerete. Desidero anche ringraziare – a nome della Commissione – il Presidente Prof. de Nuccio, il Vicepresidente Dott. Repaci e il Consiglio Nazionale nella sua interezza per la fiducia accordataci.

Buona lettura.

Antonio Salvi

Ordinario di Finanza Aziendale - Università di Torino

PARTE I

Start-up

1.1. Il *crowdfunding*: inquadramento generale

1.1.1. Premessa sull'*equity crowdfunding*

Nell'attuale scenario economico, le start-up e le piccole-medie imprese (PMI) si trovano a dover affrontare difficoltà sempre più rilevanti nel reperire risorse finanziarie, difficoltà che si sono aggravate a causa di eventi di rottura come la crisi finanziaria del 2008 e, più recentemente, la pandemia da COVID-19. Questi shock economici hanno ridotto la disponibilità di capitale per le imprese, anche a causa del restringimento dell'accesso ai finanziamenti tradizionali, da cui deriva la necessità di ricorrere a soluzioni alternative. Un fenomeno, quest'ultimo, avvertito in particolar modo dalle imprese neocostituite e, più in generale dalle PMI.

In questo contesto si sono affacciate nuove forme di finanziamento aziendale, tra cui il *crowdfunding*, uno strumento innovativo di raccolta fondi che si realizza online attraverso piattaforme digitali. Tra le varie tipologie di *crowdfunding*, l'***equity crowdfunding*** **(ECF)** si distingue per essere una forma d'investimento nel capitale di rischio di start-up e piccole aziende, consentendo agli investitori di ottenere quote societarie e agli imprenditori di raccogliere risorse finanziarie.

Questo strumento di finanziamento ha progressivamente guadagnato consensi e ha trovato una sua rilevante diffusione, grazie agli interventi governativi e alle agevolazioni di natura fiscale, ad esempio in relazione agli investimenti nel capitale di start-up e PMI innovative.

Nel corso degli ultimi anni, il mercato dell'ECF ha registrato una significativa crescita, accompagnata da un correlato aumento delle ricerche accademiche dedicate a tale tema, che hanno contribuito ad alimentare una differente cultura d'impresa.

È possibile identificare tre principali fasi del "percorso" dell'*equity crowdfunding*, ovvero:

- la fase precedente al lancio della campagna;
- quella operativa durante la campagna di raccolta e, infine;
- il periodo successivo alla sua conclusione.

Ciascuna fase vede il coinvolgimento di diversi attori chiave che rivestono ruoli determinanti nello sviluppo dei progetti imprenditoriali.

1.1.2. Inquadramento sull'*equity crowdfunding*

Per comprendere appieno l'*equity crowdfunding*, è importante contestualizzarlo nel panorama generale del *crowdfunding*, identificandone i modelli principali e le caratteristiche distintive. Ciò

consente di posizionare l'ECF all'interno di un quadro più ampio e di metterne in evidenza le peculiarità che lo caratterizzano rispetto ad altre forme di raccolta fondi[3].

Secondo alcuni autori, il *crowdfunding* rappresenta un innovativo strumento che sta contribuendo a trasformare radicalmente il panorama dell'*entrepreneurial finance*. Esso si configura, infatti, come una modalità alternativa per ottenere finanziamenti per lo sviluppo rispetto ai canali tradizionali, quali prestiti bancari o capitale di rischio offerto da *venture capital*ist e *business angels*. Il *crowdfunding* utilizza piattaforme online per promuovere campagne di raccolta fondi, permettendo a investitori, pubblici e privati, di contribuire finanziariamente al raggiungimento di obiettivi specifici.

Originato dai concetti di microfinanza e *crowdsourcing*, il *crowdfunding* è oggi una categoria a sé stante, incentrata sulla raccolta fondi per canali diretti con gli investitori. Gli imprenditori hanno cioè la possibilità di fare ricorso a piattaforme digitali per attirare contributi finanziari, anche di modesto ammontare, da un numero elevato di investitori individuali, eliminando così la necessità di ricorrere agli intermediari finanziari tradizionali. Questa forma di disintermediazione nell'acquisizione di fondi rappresenta una novità significativa nel panorama dei finanziamenti alle aziende, e contribuisce in maniera determinante a semplificare il processo di incontro tra domanda e offerta di capitali, migliorando l'efficienza del suddetto mercato, anche in relazione alla riduzione dei conflitti di agenzia tipici della finanza convenzionale[4], migliorando così l'efficienza del mercato dei capitali nel suo complesso. Inoltre, come sottolineato dal *Financial Stability Board* (2015), il credito non bancario può offrire significativi vantaggi e supportare concretamente la crescita dell'intera economia reale.

Mentre le imprese giovani fanno ricorso al *crowdfunding* per raccogliere risorse finanziarie, i sostenitori (o "*backers*") partecipano al finanziamento con l'obiettivo di ricevere un ritorno parametrato all'investimento effettuato.

Le principali modalità di *crowdfunding*, sulla base dell'offerta dell'imprenditore e della ricompensa per gli investitori, sono due, vale a dire:

1. **pre-ordering**: gli imprenditori offrono ai sostenitori la possibilità di pre-acquistare un prodotto o servizio in cambio di un finanziamento. Questo approccio consente di raccogliere le risorse necessarie per lo sviluppo e la produzione su scala più ampia, mentre gli investitori beneficiano di un prodotto/servizio offerto e/o a condizioni economiche vantaggiose;
2. **profit sharing**: gli imprenditori offrono quote societarie o una partecipazione ai profitti futuri in cambio del capitale raccolto. Questo modello consente agli investitori di beneficiare dei risultati finanziari dell'azienda senza la necessità di divenire "clienti" dell'iniziativa imprenditoriale.

[3] TROISE C., BATTISTI E. (2024), *Equity crowdfunding: aspetti finanziari e manageriali – Una disamina delle prospettive degli imprenditori e degli investitori*, FrancoAngeli, Milano.
[4] Cfr. JENSEN, M.C., MECKLING W.H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics,* 3, 305–336; JASSIM A., DEXTER, C.R. SIDHU, A. (1988), "Agency theory: Implications for Financial Management", *Managerial Finance*, 14 (4), 1-5; KOCHHAR R. (1996), "Explaining firm capital structure: the role of agency theory vs. transaction cost economics", *Strategic Management Journal*, 17: 713-728.

La distinzione appena tratteggiata può essere ulteriormente articolata in quattro principali modelli di *crowdfunding*: donation, reward, lending ed equity *crowdfunding* (quest'ultimo oggetto specifico nel prosieguo di questo capitolo):

1. ***donation crowdfunding***: consente a privati e/o organizzazioni di raccogliere fondi per cause specifiche, senza alcuna aspettativa di ritorno economico per i donatori;
2. ***reward crowdfunding***: offre ricompense non monetarie, come prodotti o servizi, in cambio del supporto finanziario degli investitori. Queste ricompense possono essere simboliche o più sostanziali, in base al contributo fornito;
3. ***lending crowdfunding***: consente ai sostenitori di concedere prestiti, con una remunerazione sotto forma di interessi e rappresentando un'alternativa ai finanziamenti bancari;
4. ***equity crowdfunding***: gli investitori sottoscrivono partecipazioni societarie, acquisendo i correlati diritti patrimoniali e amministrativi.

Ai modelli appena introdotti è possibile, infine, affiancare un modello emergente, il *royalty crowdfunding*, il quale offre agli investitori una quota dei profitti generati dall'iniziativa finanziata, senza però conferire diritti di proprietà sul progetto.

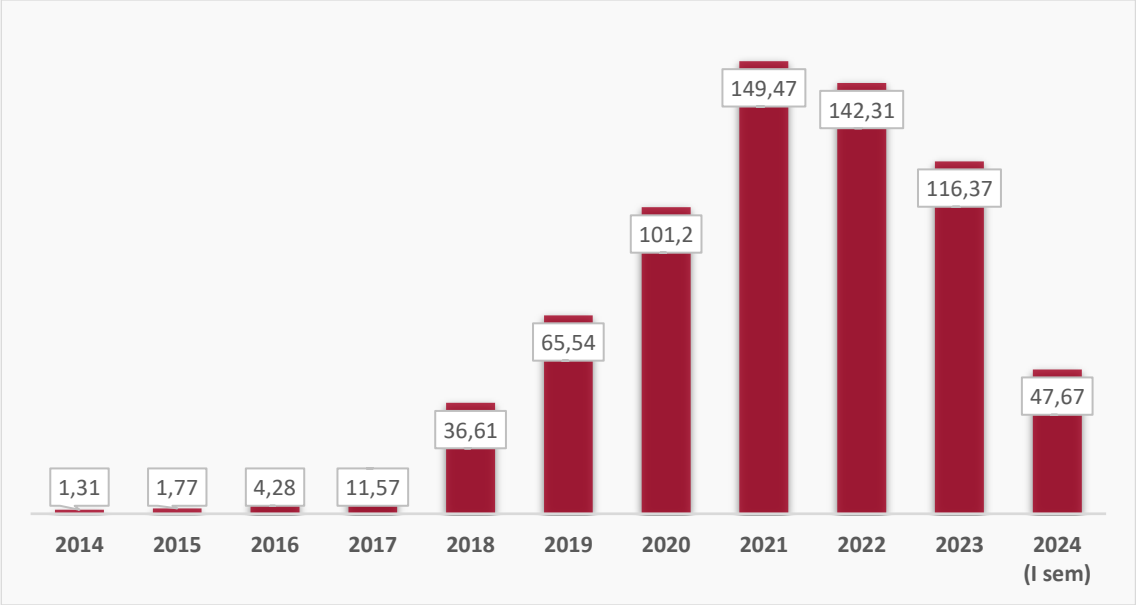
Le classificazioni appena delineate riflettono l'evoluzione corrente del *crowdfunding*, sottolineando le differenze tra le piattaforme e i profili degli investitori coinvolti. Mentre donation e reward *crowdfunding* attraggono principalmente sostenitori caratterizzati da motivazioni prevalentemente non economiche, lending ed *equity crowdfunding* si rivolgono invece a investitori guidati da obiettivi prevalentemente finanziari.

In particolare, l'*equity crowdfunding* rappresenta un passaggio cruciale per il finanziamento di start-up e PMI, trasformando i sostenitori del progetto imprenditoriale in veri e propri investitori, analogamente a quanto avviene su più ampia scala con le offerte pubbliche iniziali (IPO), consentendo loro di acquisire piccole partecipazioni societarie in promettenti iniziative economiche.

1.1.3. Evoluzione dell'*equity crowdfunding*

L'*equity crowdfunding* ha registrato nel nostro Paese, pur con una leggera flessione nel periodo post pandemico, una significativa crescita, come evidenziato dall'espansione di questo mercato a partire dal 2014. Tale tendenza è confermata dal report periodico prodotto dal Politecnico di Milano, aggiornato al primo semestre del 2024, nel quale risultano censite complessivamente 1.427 campagne di *equity crowdfunding*, delle quali 1.134 concluse con successo, che hanno condotto a una raccolta complessiva di capitali pari a circa 678 milioni di euro. La Figura 1 illustra l'evoluzione annuale della raccolta nell'intervallo temporale 2014-2024.

Figura 1 - Andamento di raccolta annuale delle campagne in Italia (valori in milioni di euro)



Fonte: elaborazione propria su dati del Politecnico di Milano aggiornati al I semestre 2024.

Il numero di campagne di raccolta realizzato in Italia evidenzia un incremento significativo, pressoché esponenziale nel periodo esaminato. Tra le piattaforme online operative nel mercato italiano, alcune fra esse si distinguono quali leader di mercato sia per fondi complessivamente raccolti e numero di campagne, in particolare *CrowdFundMe* (257 campagne di *fund raising* e 102 milioni di euro complessivamente raccolti) e *Mamacrowd* (256 campagne e 177 milioni di euro).

Parallelamente, come meglio si avrà modo di approfondire nei paragrafi successivi, la normativa relativa all'ECF ha subito una significativa evoluzione nel corso degli ultimi anni.

1.1.4. Contesto normativo dello strumento

1.1.4.1. Normativa internazionale

In poco più di un decennio, il mercato dell'*equity crowdfunding* e le correlate regolamentazioni hanno subito significativi sviluppi a livello globale, ancorché in diversi paesi non sia ancora alcuna disciplina a riguardo. Con il trascorrere del tempo, tuttavia, un numero crescente di paesi ha iniziato a introdurre normative specifiche al fine di disciplinare l'*equity crowdfunding*. Molti legislatori nazionali hanno riconosciuto il potenziale di questo strumento e hanno adottato riforme mirate a stimolare l'utilizzo di tale forma di raccolta di mezzi finanziari, migliorando la normativa per le imprese emittenti, senza trascurare la tutela degli investitori da possibili frodi.

Alcuni paesi, fra cui gli Stati Uniti, hanno risposto rapidamente alla crescente domanda di strumenti finanziari alternativi emersa dopo la crisi del 2008. Nel 2011, il Kansas e la Georgia sono stati i primi Stati americani a regolamentare l'*equity crowdfunding*. Negli anni seguenti, altri Stati come Michigan

e Wisconsin ne hanno seguito l'esempio, fino alla promulgazione del Jobs Act nel 2016, il quale ha uniformato le regole a livello federale.

1.1.4.2. Normativa nazionale

L'Italia è stato il primo paese europeo ad avere introdotto una normativa specifica e organica per l'*equity crowdfunding*, grazie al d.l. 179/2012 (noto anche come Decreto Crescita Bis).

A ciò si aggiunga, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) che ha istituito un registro nazionale dedicato alle piattaforme di *equity crowdfunding*.

Nel nostro Paese, questa specifica forma di raccolta fondi a titolo di capitale di rischio si configura come uno strumento inizialmente destinato a sostegno delle start-up [5] e delle PMI innovative [6] e successivamente esteso anche alle società di capitale "ordinarie", comprese le società a responsabilità limitata[7].

1.1.4.3. Principali modifiche normative nazionali

Le principali modifiche apportate dalla CONSOB al regolamento sull'*equity crowdfunding*, prima dell'introduzione del regolamento europeo di cui si dirà nel prossimo paragrafo, sono le seguenti:

- Regolamento CONSOB n. 19520 (24 febbraio 2016);
- Regolamento CONSOB n. 20204 (29 novembre 2017);
- Regolamento CONSOB n. 20264 (17 gennaio 2018);
- Regolamento CONSOB n. 21110 (10 ottobre 2019);
- Regolamento CONSOB n. 21259 (6 febbraio 2020).

Il Regolamento n. 19520/2016, ha esteso la possibilità di raccogliere capitali tramite *equity crowdfunding* alle PMI innovative, agli OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio) e alle società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative. Inoltre, sono stati semplificati i processi per i gestori delle piattaforme, consentendo loro di verificare direttamente le competenze e l'esperienza degli investitori.

La prima modifica (Regolamento n. 20204/2017) ha ampliato l'applicazione dell'*equity crowdfunding* a tutte le PMI, includendo anche quelle non iscritte nel registro delle PMI innovative. Questa variazione ha reso lo strumento accessibile a una platea più ampia, offrendo nuove opportunità di raccolta di

[5] Art. 27 del d.l. 179/2012 (Decreto Crescita 2.0).
[6] D.l. 24/2015 (Decreto Investiment Compact).
[7] Attualmente, in base al disposto dell'art. 100-*ter* del d.lgs. 58/1998, "in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma 1, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503".

capitale per le imprese tradizionali. Inoltre, è stato previsto l'obbligo per le piattaforme di adottare coperture assicurative o sistemi di indennizzo per tutelare gli investitori.

Con il Regolamento n. 20264/2018, sono state introdotte ulteriori novità: requisiti per la copertura assicurativa minima, politiche di whistleblowing, misure per ridurre i conflitti d'interesse e obblighi di trasparenza per tutte le PMI. Inoltre, la soglia del 5% di sottoscrizione da parte di investitori professionali è stata ridotta al 3% per le PMI con bilanci certificati.

La terza modifica (Regolamento n. 21110/2019), ha introdotto la possibilità di raccogliere capitali tramite titoli di debito per alcune categorie di investitori non professionali e l'istituzione di una bacheca elettronica per favorire la compravendita di strumenti finanziari già offerti tramite *crowdfunding*.

L'ultima modifica (Regolamento n. 21259/2020), ha infine eliminato alcuni requisiti patrimoniali per i gestori delle piattaforme, mantenendo però l'obbligo di sottoscrivere coperture assicurative per l'attività svolta.

1.1.4.4. Regolamento europeo "European Crowdfunding Service Providers"

Il 10 novembre 2023 è entrato in vigore il nuovo Regolamento europeo (2020/1503) per i fornitori di servizi di *crowdfunding* (*European Crowdfunding Service Providers* - ECSP), il quale ha unificato il quadro normativo nell'Unione Europea, superando le normative nazionali. Il d.lgs. 30/2023, che recepisce nel nostro Paese il regolamento europeo, ha determinato un impatto significativo sul mercato dei capitali, poiché ha uniformato le regole e favorito la raccolta di capitali transfrontaliera.

Una delle principali novità introdotte dal Regolamento ECSP è la creazione di una licenza europea per le piattaforme di *crowdfunding*, l'ottenimento della quale è consentito alle piattaforme di poter operare a livello nazionale ed europeo. Ciò ha indotto le piattaforme italiane ad adeguarsi rapidamente alla novità regolamentare, determinando però una riduzione del numero di operatori attivi (diminuiti dal numero di 66 attive nel 2023 a sole 33 nel 2024). Nonostante ciò, l'Italia rimane al secondo posto in Europa per numero di piattaforme autorizzate, immediatamente dopo la Francia.

Il nuovo regolamento europeo consente l'ottenimento di significativi vantaggi, fra cui: ciascuna campagna di raccolta può raccogliere fino a 5 milioni di euro ed avere accesso agli investitori operanti nell'intero territorio europeo; a loro volta, gli investitori beneficiano di maggiori garanzie grazie a regole di trasparenza più rigorose e a un sistema di vigilanza centralizzato. Il regolamento ECSP allinea le piattaforme di *equity* e lending *crowdfunding*, superando così le asimmetrie normative precedenti nel contesto italiano. Grazie a queste importanti novità regolamentari, il mercato del *crowdfunding* europeo dovrebbe trovare ulteriore linfa grazie all'eliminazione delle barriere normative nazionali, che in precedenza nel limitavano fortemente l'operatività.

1.1.5. L'*equity crowdfunding* e la fase di lancio delle imprese

L'*equity crowdfunding* si distingue come il solo modello di *crowdfunding* con un focus specifico sulle società commerciali. A differenza di altri modelli che consentono la raccolta di capitali anche da parte di privati, l'*equity crowdfunding* è destinato infatti esclusivamente ad iniziative imprenditoriali, come start-up e PMI già costituite. Una peculiarità fondamentale di questo modello riguarda la natura del ritorno offerto agli investitori: in questo caso, infatti, gli investitori ottengono titoli di partecipazione nelle società, diventandone così veri e propri soci.

Lo strumento si rivela particolarmente prezioso per le imprese in via di sviluppo, con particolare riguardo a start-up innovative e imprese di piccole dimensioni, poiché contribuisce a ridurre il *financing gap* che tipicamente ne limita la crescita dimensionale. Le citate realtà necessitano di risorse finanziarie per consolidarsi sul mercato e proseguire la loro crescita. Tuttavia, a causa dell'alto livello di rischio che le caratterizza, incontrano spesso difficoltà nel reperire finanziamenti, soprattutto nelle fasi iniziali. I rischi economici e finanziari tipici delle imprese neocostituite, che operano in settori altamente innovativi – come il fallimento del progetto imprenditoriale, la mancanza di dividendi e la scarsa liquidità – scoraggiano spesso gli investitori tradizionali. In questo contesto, l'*equity crowdfunding* ha dimostrato negli ultimi anni di essere uno strumento strategico, utile per contribuire a colmare tali lacune. Nelle fasi iniziali del loro *funding lifecycle*, le start-up tendono ad affidarsi prevalentemente a risorse personali e ai contributi delle cosiddette "tre F" (*Family, Friends, Fools*)[8]. Tuttavia, esse non sempre sono in grado di coprire le esigenze finanziarie complessive delle neonate imprese, rendendo pertanto necessario il ricorso a finanziamenti esterni. Il reperimento di fondi da terzi finanziatori richiede agli imprenditori di adottare un processo decisionale di natura strategica al fine di valutare opportunamente le diverse opzioni disponibili. L'accesso ai finanziamenti "tradizionali" avviene infatti di norma nelle fasi temporalmente più avanzate di espansione dell'impresa, quando essa ha superato la fase di sviluppo iniziale e sperimentazione, associata spesso ai primi livelli di maturità tecnologica (TRL). Investitori esterni quali *business angels*, *venture capitalists* e fondi di *private equity* tendono a supportare progetti che abbiano già raggiunto un certo livello di consolidamento sul mercato. Ne consegue che – per poter accedere a tali provvidenze finanziarie – le aziende devono aver conseguito un successo stabile delle loro idee imprenditoriali, e quindi essere in grado di disporre di modelli di business consolidati e con un ulteriore potenziale di crescita nel mercato. Nella maggior parte dei casi, ciò implica che l'iniziativa abbia già ottenuto un riscontro positivo da parte della clientela e suscitato interesse nei segmenti di mercato identificati.

Le start-up, essendo imprese progettate per sviluppare e sperimentare nuovi modelli di business, possono aspirare, una volta raggiunto un certo livello di crescita, a cercare capitali da banche commerciali e investitori istituzionali. Tuttavia, accanto alle modalità tradizionali di finanziamento, il *crowdfunding* si è rapidamente affermato come un'alternativa capace di sostenere le prime fasi di sviluppo delle start-up. In particolare, il *crowdfunding* ha trovato la sua collocazione naturale nelle fasi

[8] Cfr. ELIOT A. (2017), "Securities Crowdfunding: More than Family, Friends, and Fools?", consultabile all'indirizzo web https://ssrn.com/abstract=2902217 o http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2902217.

iniziali del ciclo di vita dell'impresa, le quali risultano spesso trascurate dai finanziatori tradizionali. Ad esempio, il donation e il reward *crowdfunding* risultano maggiormente confacenti alle fasi di *concept e seed*, aiutando lo sviluppo e la prototipazione delle idee imprenditoriali, nonché la *Proof Of Concept* (POC). In tali circostanze, infatti, gli investitori che partecipano si caratterizzano per un profilo prevalentemente "amatoriale", riconducibile alle categorie di privati consumatori e cittadini privi di sofisticate competenze finanziarie.

In una fase più avanzata del ciclo di vita, il lending e l'*equity crowdfunding* possono progressivamente assumere invece un ruolo rilevante per il finanziamento aziendale. In particolare, l'*equity crowdfunding* è destinato a sostenere non soltanto le start-up "consolidate" ma anche le aziende che si trovano nelle fasi iniziali del ciclo di innovazione, aiutando a promuoverne la crescita e il raggiungimento di un ulteriore livello di sviluppo. Il lending e l'*equity crowdfunding* risultano, pertanto, particolarmente appropriati nelle fasi successive a quella di seed, ovvero durante le fasi di sviluppo del prodotto e ingresso su nuovi mercati e di *first-stage round* (avvio della produzione, prima generazione di ricavi). Studi recenti evidenziano inoltre come l'*equity crowdfunding* risulti efficace anche durante la fase di crescita iniziale (*early-growth*), contribuendo cioè alla commercializzazione delle innovazioni e all'espansione dell'impresa. Ciò include incrementi della produzione, investimenti in ricerca e sviluppo (R&D), potenziamento delle risorse umane, finanziamento di acquisizioni strategiche e aumento del capitale circolante.

1.2. La *pre-money valuation* di una start-up

L'interlocuzione con il mercato finanziario e creditizio delle aziende neonate o nello sviluppo iniziale richiede spesso che la società, o un perito esterno, procedano a effettuare una valutazione cd. "*pre-money*", da condividere poi con i potenziali investitori. Il valore *pre-money* di un'azienda rappresenta infatti un aspetto cruciale del processo di raccolta del capitale necessario al finanziamento della crescita aziendale.

Per valutazione *pre-money* si intende fondamentalmente una stima del valore di un'azienda prima che essa richieda ulteriori finanziamenti e che riceva l'iniezione di capitale proveniente da nuovi investitori. Si tratta di un passaggio critico nel processo di raccolta di risorse finanziarie, poiché costituisce una fondamentale base di partenza per negoziare l'ammontare di capitale che gli investitori saranno disponibili a fornire, in relazione alla percentuale di quote societarie che riceveranno in cambio.

La valutazione *pre-money* è effettuata prima di qualsiasi cd. *round* di finanziamento ed è strettamente collegata non solo alle prospettive più immediate dell'impresa alla ricerca di capitali, ma anche alle potenziali implicazioni *post-money*, ovvero al valore dell'azienda successivamente all'ingresso di nuovi investitori nel capitale di rischio.

Si tratta, pertanto, di un aspetto cruciale sia per i neo-imprenditori che per gli investitori. Per gli imprenditori, in particolare, una valutazione *pre-money* adeguatamente effettuata può essere

funzionale al mantenimento di un giusto equilibrio di poteri all'interno dell'azienda, poiché consente di preservare le quote societarie al di sotto delle quali l'imprenditore ritiene di non poter/voler andare. La valutazione *pre-money* riveste pertanto un ruolo fondamentale anche nella raccolta di capitale realizzata con la tecnica dell'*equity crowdfunding*, la quale si caratterizza proprio per un'elevata dispersione delle quote di capitale potenzialmente sottoscritte da investitori terzi rispetto alla compagine societaria preesistente. Allo stesso tempo, gli investitori in capitale di rischio utilizzano la stima del valore della giovane impresa al fine di comprendere la soglia massima di investimento che risultano disposti ad effettuare. Ne consegue che la valutazione *pre-money* rappresenta un elemento determinante al fine di individuare un terreno comune di dialogo tra le parti, nonché un punto di partenza decisivo per comprendere la relativa convenienza dell'investimento.

Ancorché la valutazione *pre-money* sia non agevole e di complessa applicazione, sussistono però alcuni elementi che vengono frequentemente considerati nella stima effettuata dall'esperto valutatore:

- previsioni dei flussi di cassa operativi;
- dimensione del mercato target;
- competenze del team;
- avanzamento tecnologico e/o proprietà intellettuale;
- rischi competitivi.

In letteratura e nella prassi professionale sono state elaborate diverse metodologie di stima del valore *pre-money*. La scelta del metodo più opportuno per condurre la stima è legata a diversi fattori, come ad esempio lo stadio di sviluppo della start-up e la natura dell'attività da essa svolta. Per le start-up appena avviate il processo di stima può essere particolarmente complesso e sfidante, ed è questa la ragione principale per cui può risultare senz'altro opportuno affidare la stima ad esperti valutatori (il commercialista di fiducia sicuramente può svolgere efficacemente questa tipologia di incarico professionale). Un po' di soggettività è inevitabile in quasi tutti gli approcci di valutazione; ne consegue che, in questa circostanza, risulta particolarmente rilevante che l'esperto valutatore disponga di adeguate competenze per poter svolgere adeguatamente il proprio compito. Come per ogni valutazione di azienda, ciascuna metodologia si caratterizza per vantaggi e limiti, pertanto è senz'altro possibile combinare più metodi, al fine di avere maggiore conforto nei risultati ottenuti.

Un elemento da tenere sempre presente, tuttavia, nel calcolo del valore *pre-money* di una PMI, è che qualunque sia la metodologia adottata, una valutazione artatamente troppo elevata potrebbe diminuire la convenienza economica e dunque l'interesse di potenziali investitori, laddove invece una stima troppo contenuta potrebbe condurre a una eccessiva diluizione della quota detenuta in società da parte della compagine societaria preesistente al *round* di finanziamento.

1.2.1. Metodologie di valutazione *pre-money*

Tra le principali metodologie per la valutazione *pre-money* riportiamo:

a) Venture Capital Method

Il *Venture Capital Method* gode di una rilevante diffusione nella prassi professionale, soprattutto nel caso in cui l'azienda oggetto di valutazione decida di adire la via della raccolta di capitale tramite investitori istituzionali[9]. Questa metodologia procede attraverso la stima del valore futuro univoco della società oggetto di valutazione al momento della potenziale uscita degli investitori, per poi procedere a calcolare il valore attuale di tale valore, tenendo però conto – nel tasso di attualizzazione adottato – del ritorno sull'investimento atteso dagli investitori. Si consideri, ad esempio, un'azienda che preveda un valore futuro al momento dell'uscita pari a 10 milioni di euro, un ritorno atteso sull'investimento del 20% ed un orizzonte temporale di investimento di 8 anni. Il valore attuale *pre-money* sarà in questo caso pari a 2,3 milioni di euro.

Di seguito sono sintetizzate le principali caratteristiche della metodologia in questione:

- **vantaggi:** è una metodologia relativamente semplice da un punto di vista concettuale e fornisce un risultato facilmente comprensibile per gli investitori;
- **svantaggi:** il metodo può essere meno preciso quando si tratta di start-up in fasi più avanzate o con flussi di cassa complessi. Inoltre, essendo fondato su previsioni future, sussiste un rilevante margine di errore;
- **quando applicarlo:** si tratta di un metodo particolarmente utile per le aziende in fase di start-up iniziale, poiché in questi casi l'adizione di metriche fondate sulla stima analitica dei flussi di cassa potrebbero risultare di difficile applicabilità. In questi casi, una valutazione *pre-money* ottenuta con il *venture capital method* potrebbe fornire un punto di partenza ragionevole per l'avvio delle trattative con *venture capitalist* o *angel investor*.

b) Metodo dei Multipli

Una seconda metodologia diffusa nella prassi per condurre stime di valore *pre-money* è riconducibile al Metodo dei Multipli. Esso consiste nel confrontare l'azienda oggetto di valutazione con altre imprese comparabili operanti nel suo settore, utilizzando metriche standard come il rapporto prezzo-utili (P/E), rapporto prezzo-fatturato, oppure altri multipli settoriali. Ad esempio, se un'azienda nel settore tecnologico consegue ricavi annuali di 2 milioni di euro e il multiplo medio del settore per il rapporto prezzo-fatturato è 5, allora la valutazione *pre-money* sarà di 10 milioni di euro (2 milioni x 5).

Di seguito sono sintetizzati i principali vantaggi, svantaggi e ambiti applicativi della metodologia in questione:

- **vantaggi:** il metodo dei multipli è da molti operatori considerato di agevole applicazione ed è fondato su dati di mercato, rendendo la valutazione più pragmatica e meno soggetta a ipotesi soggettive;

[9] Cfr. RAPAKA A. (2023), *Venture Capital Method*, in: Derindere Köseoğlu, S. (eds), *A Practical Guide for Startup Valuation. Contributions to Finance and Accounting*, Springer, Cham.

- **svantaggi:** il metodo può risultare talvolta impreciso se le imprese utilizzate per il confronto non risultano pienamente comparabili. Inoltre, i multipli possono variare notevolmente all'interno di un medesimo settore, rendendo la valutazione suscettibile a intervalli ampi di risultati;
- **quando applicarlo:** si tratta di una metodologia particolarmente utile per aziende in una fase avanzata del proprio ciclo di vita con risultati economico-finanziari con un apprezzabile grado di stabilità e consolidamento. Risulta inoltre utile quando esistono sufficienti informazioni di mercato relativi a società comparabili, come avviene talvolta in settori poco ciclici e maturi.

c) Metodo del DCF (Discounted Cash Flow)

Il Metodo del DCF è fondato sulla stima analitica dei flussi di cassa futuri. Questi ultimi vengono "scontati" al valore attuale utilizzando un tasso di sconto appropriato, generalmente posto pari al costo medio ponderato del capitale (WACC), nelle valutazioni cd. *asset side*. Ad esempio, se un'azienda prevede di generare un flusso di cassa di 1 milione di euro annui per i successivi cinque anni (e null'altro a seguire, per comodità di analisi) e il tasso di sconto è del 10%, il valore attuale dei flussi di cassa sarà pari a circa 3,79 milioni di euro.

Di seguito sono sintetizzati i principali vantaggi, svantaggi e ambiti applicativi della metodologia in questione:

- **vantaggi:** il metodo DCF è analitico e fondato su *input* di natura esclusivamente finanziaria. Ne deriva che si tratta di una metodologia molto robusta da un punto di vista scientifico, a condizione che le previsioni relative ai flussi di cassa siano affidabili. Si tratta di una metodologia che presenta un elevato grado di flessibilità, poiché gli approcci e le prospettive valutative elaborate nel tempo sono numerosi;
- **svantaggi:** la metodologia in esame si caratterizza per una sua intrinseca complessità, originata dalla necessità di procedere a una stima analitica dei flussi di cassa previsionali. Richiede pertanto un elevato grado di competenza finanziaria. Il risultato ottenuto è fortemente legato alle ipotesi introdotte nel procedimento di stima, e in particolare alla stima del tasso di sconto e delle previsioni di crescita future;
- **Quando applicarlo:** si tratta di una metodologia particolarmente utile per le aziende con una "storia" consolidata di flussi di cassa positivi o in una fase avanzata di sviluppo del proprio business, e per le quali risulta credibile effettuare previsioni affidabili. Non è generalmente consigliata per aziende in fase *seed* o in settori altamente volatili, dove le previsioni finanziarie possono caratterizzarsi per un elevato grado di incertezza.

d) Metodo Misto

Il Metodo misto rappresenta un approccio flessibile alla valutazione *pre-money* poiché combina elementi derivanti sia del valore patrimoniale dei beni di proprietà dell'azienda che degli extra-redditi futuri dell'azienda oggetto di valutazione.

Di seguito sono sintetizzati i principali vantaggi, svantaggi e ambiti applicativi della metodologia in questione:

- **vantaggi:** il principale vantaggio di questa metodologia è la sua articolazione, poiché legato sia alla disponibilità di asset tangibili che alle prospettive reddituali future dell'azienda;
- **svantaggi:** a causa della sua elevata articolazione e della necessità di disporre informazioni dettagliate e aggiornate, il metodo misto può risultare particolarmente laborioso da applicare. Inoltre, richiede talvolta al valutatore competenze sia di natura economico-finanziaria sia di valutazione analitica di attività operative;
- **quando applicarlo:** si tratta di un metodo che risulta particolarmente apprezzabile per le aziende caratterizzate da una combinazione di beni tangibili significativi e da ampie prospettive di crescita reddituale.

e) Metodo Scorecard

Il Metodo Scorecard è fondato su un approccio qualitativo alla valutazione *pre-money* fondata su un insieme di criteri ponderati per stimare il valore di una start-up. Ad esempio, il valutatore potrebbe assegnare un punteggio specifico a vari fattori come la qualità del team di gestione, il mercato target e l'innovazione tecnologica. Questi punteggi vengono poi combinati per ottenere una valutazione complessiva. Di seguito sono sintetizzati i principali vantaggi, svantaggi e ambiti applicativi della metodologia in questione:

- **vantaggi:** uno dei principali vantaggi del Metodo Scorecard è la sua flessibilità. Esso consente infatti agli investitori e agli imprenditori di concentrarsi sugli aspetti più rilevanti delle aziende in sviluppo, piuttosto che fondare la propria valutazione unicamente su metriche di natura finanziaria. Si tratta di una metodologia relativamente semplice da implementare e che non richiede un'analisi finanziaria approfondita;
- **svantaggi:** un importante limite della metodologia scorecard è la sua forte soggettività. Due o più valutatori potrebbero pervenire a conclusioni molto diverse sulla stima del valore aziendale, pur facendo ricorso ad un set di criteri analogo. Inoltre, affinché sia applicato in maniera efficace, riveste fondamentale importanza selezionare e ponderare accuratamente i fattori alla base della valutazione, aspetto che richiede una notevole esperienza e capacità intuitiva da parte dell'esperto valutatore;
- **quando applicarlo:** questo metodo risulta particolarmente apprezzabile nelle fasi iniziali di vita di una società, quando mancano ancora informazioni finanziarie affidabili. Risulta appropriato anche nei casi in cui gli investitori si propongono di valutare elementi intangibili quali la cultura aziendale o la forza del team di gestione aziendale.

f) Metodo Check-list

Il Metodo Check-list è un ulteriore approccio qualitativo alla valutazione *pre-money* di una PMI. Esso focalizza la propria attenzione sull'analisi di una lista di criteri o *key factors* che un'azienda dovrebbe

soddisfare o possedere per dimostrare la propria capacità di creare valore a favore degli stakeholders aziendali. L'elenco dei fattori considerati include elementi come "Team di gestione esperto", "Modello di business scalabile" o "Presenza in un mercato in crescita". Ciascun elemento viene esaminato e caratterizzato come "soddisfatto" o "non soddisfatto", e la valutazione finale è il risultato della "somma" dei punteggi ottenuti in ciascuno di questi elementi.

Di seguito sono sintetizzati i principali vantaggi, svantaggi e ambiti applicativi della metodologia in questione:

- **vantaggi:** il Metodo Check-list è relativamente semplice da utilizzare e può servire come un rapido strumento di valutazione. Esso fornisce una panoramica strutturata degli aspetti chiave di una PMI e aiuta a identificare le principali aree di forza o gli ambiti di possibili miglioramenti;
- **svantaggi:** al pari di altri metodi qualitativi, anche questa metodologia è soggetta a interpretazioni personali e potrebbe pertanto condurre a una stima del valore caratterizzata da forte imprecisione. Può inoltre risultare meno utile per le PMI con maggiore grado di maturità, per le quali è di norma richiesta un'analisi finanziaria di maggior dettaglio;
- **quando applicarlo**: il metodo Check-list è maggiormente adatto nella fase iniziale di avvio delle attività aziendali (seed), ovvero nei casi in cui il focus della stima è improntato soprattutto su fattori qualitativi, laddove invece minore rilevanza potrebbero assumere i parametri economico-finanziari correnti. Risulta particolarmente diffuso fra gli *angel investors* e i *venture capitalist*s, laddove essi desiderino compiere una valutazione iniziale accelerata, ancor prima pertanto di esaminare l'opportunità di investimento con maggior approfondimento.

Valutazione *pre-money*: esempi

Per avere un quadro più chiaro di come funziona la valutazione *pre-money*, esaminiamo alcuni esempi concreti.

- **Esempio 1: Start-up tecnologica**: si immagini una start-up nel campo della tecnologia con un software molto innovativo. Dopo aver utilizzato il Metodo dei Multipli basandosi su aziende simili, i fondatori arrivano a una valutazione *pre-money* di € 5 milioni. Quando un *venture capitalist* decide di investire € 1 milione, la valutazione *post-money* diventa € 6 milioni e l'investitore ottiene circa il 16,67% delle quote societarie.
- **Esempio 2: Start-up nel settore alimentare**: si ipotizzi che per la stima del valore di una start-up nel settore alimentare si faccia ricorso al Metodo DCF. Dopo aver effettuato tutte le proiezioni e applicato un opportuno tasso di attualizzazione, la valutazione *pre-money* risulta essere € 2 milioni. Se un investitore decide di investire € 500.000, la valutazione *post-money* diventa € 2,5 milioni e l'investitore otterrebbe in questo caso il 20% delle quote societarie.
- **Esempio 3: Start-up in fase *seed***: un'ulteriore start-up, questa volta in fase *seed* e senza ricavi significativi, utilizza il metodo Scorecard per valutare il proprio potenziale. Perviene così a una valutazione *pre-money* di € 1 milione. Un gruppo di investitori decide di investire € 200.000. Con

una valutazione post-money di € 1,2 milioni, questi investitori giungono a detenere una quota del 16,67%.

Come si evince dagli esempi sopra riportati, la valutazione *pre-money* rappresenta la base di partenza per la negoziazione tra fondatori e investitori, facilitando il processo di raccolta fondi e contribuendo a definire la compagine societaria della PMI.

1.2.1.1. Principali criticità nella valutazione *pre-money*

Nel processo di valutazione *pre-money* di una start-up, ci sono diversi fattori che possono rendere complessa l'analisi, e condurre così a valutazioni errate. Di seguito, vengono presentate alcune delle criticità più comuni:

- **dati incompleti o errati**: le start-up spesso hanno una storia limitata e dati finanziari poco dettagliati, rendendo difficile effettuare il loro utilizzo per effettuare una stima accurata del valore aziendale;
- **volatilità del mercato**: le condizioni di mercato possono mutare con estrema rapidità, influenzando la corretta percezione del valore di una giovane impresa;
- **rischio tecnologico**: si tratta di un rischio che affligge soprattutto le aziende operanti in settori altamente tecnologici, poiché essi sono pervasi dal rischio che la tecnologia innovativa che si intende sviluppare non raggiunga la fase di commercializzazione o venga nel tempo superata da soluzioni alternative;
- **ottimismo nelle proiezioni**: gli imprenditori sono tendenzialmente inclini a eccesso di ottimismo riguardo al potenziale della loro impresa, aspetto che può condurre fatalmente a una sovrastima del valore ottenuto;
- **fattori qualitativi**: elementi di ardua quantificazione, come la qualità del team di gestione, la forza del marchio o l'unicità dell'idea d'impresa possono influire significativamente sul risultato finale della valutazione;
- **conflitti di interessi**: Imprenditori e investitori hanno obiettivi spesso confliggenti fra loro. In particolare, i primi tendono a ottenere una valutazione più elevata, laddove i secondi sono orientati a contenere il valore di stima;
- **valutazioni soggettive**: nonostante gli sforzi effettuati dai valutatori per rendere la valutazione la più oggettiva possibile, numerosi elementi di soggettività sono inevitabili, in special modo con riferimento alle proiezioni economiche future e alla stima della rilevanza e del valore dei fattori qualitativi.

1.2.1.2. La valutazione *post-money* e rapporto con la *pre-money*

Per valutazione *post-money* si intende la stima del valore aziendale dopo aver ricevuto un investimento esterno a titolo di capitale di rischio. Si tratta di una stima fondamentale per imprenditori e investitori,

poiché aiuta a definire la percentuale di proprietà che ciascuna parte deterrà nell'impresa, dopo l'ingresso dei nuovi investitori. La differenza chiave tra la valutazione *pre-money* e la *post-money* risiede dunque nel fatto che nella prima non si tiene in considerazione l'ingresso di nuovi soci, laddove invece la seconda ne tiene opportunamente conto.

Per poter procedere a una valutazione *post-money*, è necessario sommare l'ammontare dell'investimento ricevuto alla valutazione *pre-money*:

Valutazione *Post-Money* = Valutazione *pre-money* + Investimento Ricevuto

Conoscere la valutazione *post-money* è fondamentale per determinare il grado di diluizione dei soci preesistenti, ossia per stimare in quale misura la loro percentuale del capitale sociale verrà diluita a seguito dell'ingresso dei nuovi soci. Inoltre, si tratta di un parametro necessario per i successivi *round* di finanziamento che potrebbero caratterizzare le successive fasi di sviluppo della società.

1.3. Ruolo del commercialista a supporto delle start-up

Come accennato in precedenza, l'*equity crowdfunding* è caratterizzato da un elevato grado di complessità, e il suo utilizzo efficace richiede competenze specialistiche. In questo contesto, il ruolo di un professionista, il commercialista, diventa cruciale. Questa figura professionale può operare in due modi distinti: da un lato, come consulente a supporto delle imprese nella pianificazione e strutturazione dell'operazione; dall'altro, svolgendo un'attività promozionale limitata, intesa come "mera segnalazione" del nome e del sito dei gestori dei portali di *crowdfunding*.

Inoltre, il commercialista può accompagnare i propri clienti, aiutandoli a comprendere meglio le peculiarità dello strumento, le opportunità che offre e i rischi potenziali legati al suo utilizzo, garantendo così un approccio più informato e consapevole.

In particolare, i commercialisti assistono le start-up e PMI in differenti fasi del processo di ECF, assicurando una gestione efficace e professionale dell'intera operazione. Nella fase di pianificazione strategica, supportano nella valutazione delle necessità di finanziamento e nell'analisi della fattibilità del progetto. Supportano l'impresa nella definizione dell'assetto dell'operazione da un punto di vista societario. Si occupano dell'elaborazione di un business plan, o nel supporto alla predisposizione dello stesso da parte degli imprenditori, e di prospetti finanziari, strumenti essenziali per attirare potenziali investitori, oltre a stimare il valore dell'azienda (si veda quanto illustrato nelle pagine successive) per definire le quote di *equity* da offrire.

Durante la gestione operativa della campagna, essi possono occuparsi della predisposizione della documentazione necessaria per la piattaforma, come bilanci, proiezioni finanziarie e certificazioni, offrendo monitoraggio continuo e consulenza per risolvere eventuali problematiche che possono emergere. Nella fase post-campagna, i commercialisti aiutano a gestire le nuove quote societarie e a regolare gli aspetti legati alla governance dell'azienda. Inoltre, redigono report periodici per gli

investitori, garantendo una comunicazione trasparente, e offrono consulenza fiscale sia sull'impiego del capitale raccolto sia sugli incentivi fiscali destinati agli investitori.

I commercialisti rappresentano pertanto una risorsa essenziale per le start-up e PMI che optano per l'*equity crowdfunding* come fonte di finanziamento, poiché forniscono consulenza specializzata e supporto strategico, aiutando le imprese a gestire con successo le sfide normative, finanziarie e strategiche. In questo modo, possono cercare di contribuire a incrementare le probabilità di successo delle campagne e a gettare le basi per una crescita solida e duratura nel tempo delle imprese.

Inoltre, è fondamentale che anche gli investitori, prima di impegnarsi in operazioni di *crowdfunding*, si consultino con professionisti del settore, i quali potranno spiegare in dettaglio i rischi associati a queste forme di investimento. In questo contesto, la consulenza specializzata rappresenta una preziosa opportunità di lavoro per i professionisti, come i commercialisti. Un possibile sviluppo per la loro professione potrebbe essere quello di assumere il ruolo del ***crowdfunding manager***, ovvero del professionista delegato alla gestione della campagna di *crowdfunding*. Sebbene il ruolo possa variare a seconda della piattaforma e del tipo di progetto, in generale al *crowdfunding* manager compete la responsabilità della pianificazione e dell'esecuzione della campagna, della comunicazione con gli investitori e della gestione dei fondi raccolti.

Tuttavia, permane un aspetto che non può essere facilmente quantificato ex ante dal professionista incaricato, ovvero il tempo impiegato per completare il rapporto di consulenza richiesto. Il supporto offerto va, infatti, ben oltre una semplice chiacchierata preliminare poiché si tratta di un lavoro minuzioso che mira a ottimizzare ogni campagna di raccolta fondi, ponendo in risalto i punti di forza e aiutando l'azienda a correggere eventuali limiti d'impostazione. La parte più complessa consiste proprio nel comprendere le necessità specifiche di ciascun cliente o progetto, rendendo ogni percorso di consulenza unico e non replicabile.

Le responsabilità di un *crowdfunding manager* potrebbero includere, tra le altre cose, la pianificazione della campagna di raccolta fondi, la quale a sua volta prevede la definizione degli obiettivi aziendali, la scelta della piattaforma più adatta per la raccolta e la progettazione delle correlate attività promozionali. Durante la campagna, il *crowdfunding manager* ha la responsabilità di monitorare con continuità il progresso della stessa, gestire le necessarie comunicazioni con gli investitori e rispondere a domande e richieste di integrazioni documentali. Al termine della campagna, il *crowdfunding manager* potrebbe occuparsi della distribuzione delle ricompense agli investitori, della gestione dei feedback e della redazione di report sui risultati ottenuti.

PARTE II

Sviluppo

2.1. Minibond: inquadramento e motivazioni strategiche alla base dell'utilizzo

2.1.1. Linee guida dello strumento, destinatari ed attori coinvolti

I minibond, emessi sotto forma di obbligazioni o cambiali finanziarie, da società italiane non finanziarie, sottoscritti da investitori professionali e qualificati, **rappresentano una forma di finanziamento che si aggiunge alle tradizionali linee di finanziamento bancario**.

Una forma ***sinergica e non esclusivamente alternativa al sistema bancario***, perché la necessità delle aziende, in particolar modo delle Pmi, è di identificare forme di finanziamento in grado di favorire l'acquisizione di mezzi monetari facendo ricorso agli investitori professionali, senza rinunciare al tradizionale supporto bancario. Una forma di finanziamento che, richiedendo l'intervento di investitori istituzionali, permette alle stesse banche di rispettare più facilmente ("*de-risking*") i vincoli, in termini di capitale, imposti dalla normativa di vigilanza.

L'impianto normativo è composto dal d.l. 83/2012 (cd "Decreto sviluppo") con le modifiche successivamente apportate dal d.l. 179/2012 ("Decreto sviluppo bis") dal d.l. 145/2013 (piano "Destinazione Italia") e dal d.l. 91/2014 ("Decreto Competitività").

Da ultimo, un intervento significativo è rappresentato dal cd. DDL Capitali, oggi legge 5 marzo 2024, n. 21, rubricato "Interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali", con cui si rende più flessibile l'emissione di prestiti obbligazionari da parte delle società di capitali.

In particolare, per le società per azioni, rispetto al parametro di riferimento del "doppio del capitale sociale e riserve", è possibile includere nella determinazione del valore, l'eventuale capitale aggiuntivo che derivi da un'operazione di aumento di capitale iscritto al registro delle imprese anche in data successiva a quella dell'ultimo bilancio approvato. Un ulteriore ampliamento riguarda il fatto che il parametro in questione può essere superato quando la sottoscrizione avviene da parte di "investitori professionali". Tale agevolazione è prevista anche a favore delle società a responsabilità limitata.

Le novità legislative hanno sicuramente come principale obiettivo quello di avviare un percorso virtuoso al fine di avvicinare le aziende al mercato dei capitali, agevolando il finanziamento di investimenti in immobilizzazioni tecniche (Capex) e/o innovazioni tecnico-gestionali, a vantaggio della crescita della produttività delle imprese.

Nel processo di emissione dei minibond, sono di norma coinvolti diversi attori finanziari, fra i quali rivestono un ruolo naturalmente preminente:

- **investitori**, naturale pre-condizione di fattibilità della raccolta, identificati nelle banche, altri intermediari finanziari, compagnie assicurative, fondi di *private debt* e società veicolo;
- ***advisor***, chiamato/i a verificare in via preliminare le condizioni complessive di fattibilità economico finanziarie dell'operazione;

- ***arranger***, il cui compito è assistere le aziende nella strutturazione dell'operazione e nel suo opportuno collocamento.

Affinché un'azienda possa essere ritenuta idonea da un investitore per la sottoscrizione dei titoli di debito, occorre verificare il rispetto di alcuni ***requisiti*** di mercato relativi alla capacità reddituale e ai flussi di cassa, che devono risultare adeguati al progetto e al finanziamento richiesto. Pur senza intenderli come formalmente vincolanti, è possibile evidenziare quali siano i requisiti minimi sostanziali per l'accesso a tale tipologia di strumento:

- **fatturato**: è prassi che esso superi una soglia minima tipicamente posta pari a 5 milioni di euro;
- **EBITDA**: il valore minimo di marginalità operativa dovrebbe essere almeno pari al 10% del fatturato;
- **rapporto tra Posizione finanziaria netta (PFN) ed EBITDA**[10]: al massimo pari al valore di 4.

Con riferimento allo scenario di mercato, è interessante notare i dati emersi più recenti a seguito della ricerca effettuata dall'Osservatorio del Politecnico di Milano[11], la quale rileva come *"(…) nel 2023 l'industria italiana dei minibond ha registrato un calo rispetto al trend di crescita degli anni precedenti [..] legato a una serie di fattori congiunturali, in primis l'aumento dei tassi di interesse sul mercato e la debolezza dell'economia. Il calo è stato particolarmente marcato nel primo semestre, mentre nel secondo semestre si è vista una ripresa e le aspettative per il 2024 sono positive a detta degli operatori*".

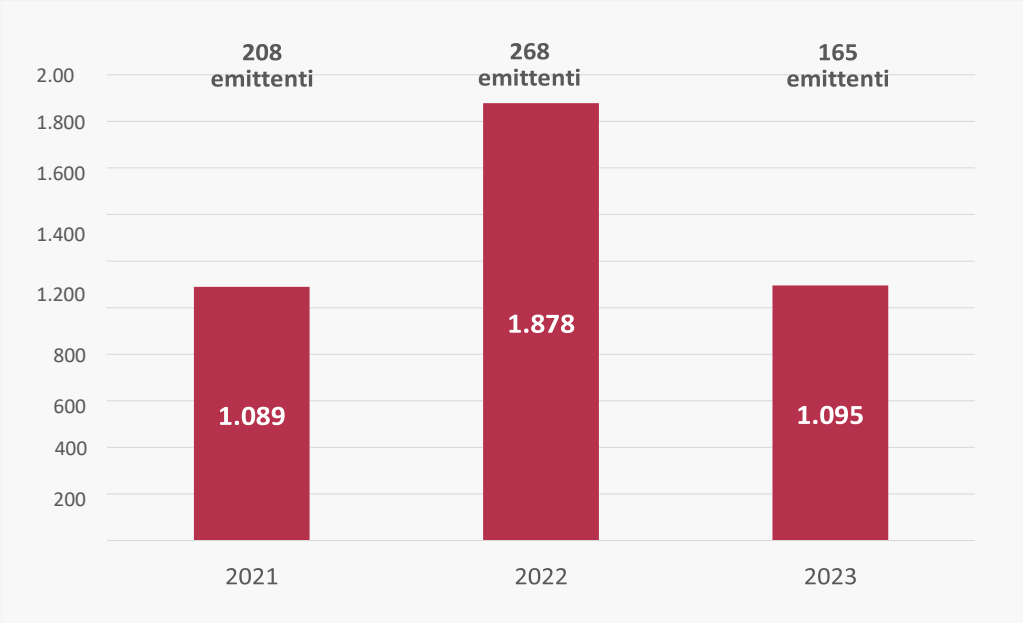
La ricerca, considerando i parametri in precedenza introdotti, ha identificato nel 2023 la presenza di 165 emittenti di minibond, in significativo calo rispetto ai 268 del 2022. Fra essi, 123 emittenti fanno riferimento a PMI in base ai criteri definiti dall'Unione Europea. Le imprese emittenti sono per il 53,3% società per azioni, per il 45,5% società a responsabilità limitata e solo per l'1,2% sono, infine, riconducibili a società cooperative. Il calo intervenuto negli emittenti caratterizza tutte le fasce di fatturato, ancorché con una prevalenza fra le imprese di maggiori dimensioni. Il database dell'Osservatorio ha censito 1.679 emissioni di minibond complessivamente effettuate dalle imprese contenute nel campione a partire dal 2013 (si segnala peraltro che in alcuni casi singoli emittenti hanno effettuato più emissioni).

Il valore nominale totale dei minibond nel campione è pari a € 9,98 miliardi (€ 4,32 miliardi considerando le sole emissioni effettuate da PMI).

Il solo anno 2023 ha contribuito al valore complessivo con € 1,095 miliardi raccolti attraverso 184 emissioni (l'anno precedente erano pari a 288) di cui il 39% di importo inferiore a € 2 milioni. Il calo annuale sulla raccolta è pari al 42%, ed è attribuibile soprattutto al minore importo raccolto attraverso i cd. "basket bond". Il capitale raccolto dalle PMI è risultato pari a € 687 milioni.

[10] Sulla determinazione della PFN e dell'EBITDA, si veda anche CNDCEC, "EBITDA e PFN a fini valutativi e negoziali", 2024.
[11] 10° Report italiano sui Minibond - Politecnico di Milano - Osservatorio Entrepreneurship, Finance & Innovation.

Figura 2 - Le motivazioni strategiche alla base del relativo utilizzo: la matrice dei fabbisogni finanziari, le condizioni finanziarie "non standard" ed il ruolo delle asimmetrie informative



Fonte: 10° Report italiano sui Minibond- Politecnico di Milano- Osservatorio Entrepreneurship, Finance & Innovation

Con il mutare delle condizioni economico finanziarie nella vita delle aziende, possono verificarsi differenti scenari ed esigenze di fabbisogno finanziario.

In molti casi, la lettura da parte degli stakeholder finanziari dell'equilibrio economico finanziario attuale e prospettico delle aziende può risultate semplice o poco insidioso. In altri casi, la spiccata volatilità delle prospettive future o, molto spesso, la imprecisa percezione che gli stakeholder hanno dell'operatività aziendale, rende più complesse le stesse valutazioni per cui, a parità di situazioni di partenza, possono risultare giudizi differenti sulla concreta prospettiva di finanziabilità di un'azienda.

Nei casi in cui, a fronte di una data situazione finanziaria di partenza e prospettica, vi sia una visione complessiva agevolmente interpretabile, è possibile parlare di "***equilibrio economico finanziario standard***". Tipicamente, nelle situazioni considerate nella prassi maggiormente "positive", un equilibrio del genere è tratteggiato dai seguenti elementi:

1. una leva finanziaria, misurata da un rapporto tra Posizione finanziaria Netta ed EBITDA, tipicamente inferiore a 3;
2. un utilizzo corretto delle linee di credito a breve, per il circolante, senza alcun ritardo segnalato in centrale rischi nell'utilizzo delle linee bancarie;
3. un utilizzo parziale e non totale delle garanzie esterne rilasciabili dal Mediocredito Centrale o SACE, con spazi di utilizzo per le banche che volessero deliberare nuovi impieghi;
4. l'appartenenza a settori in cui i trend di crescita sono chiari e consolidati, con un posizionamento di mercato dell'azienda chiaramente riconoscibile e con una valida prospettiva di piano industriale.

L'insieme dei citati elementi, accanto ad altri fattori tipici delle analisi di rating, è in grado di condurre le aziende che ne possiedono le caratteristiche al mantenimento di un livello di merito creditizio compatibile con la concessione di nuova finanza.

Tuttavia, non di rado, pur mantenendo un equilibrio finanziario complessivo apprezzabile e lontane da situazioni di squilibrio finanziario, le aziende possono trovarsi in situazioni che potremmo definire "***non standard***". È il caso, ad esempio, di un'azienda che ha sviluppato un processo importante di investimenti in Capex mediante una forte leva finanziaria e che si trova poi costretta, per esigenze tecniche o organizzative, a dover completare il ciclo di investimenti, soprattutto in dotazioni immateriali, quali risorse organizzative, personale, investimenti in marketing.

Situazioni del genere possono condurre le aziende ad avere temporaneamente livelli elevati di PFN rispetto all'EBITDA, in attesa della crescita prevista di quest'ultimo con l'attuazione del piano collegato agli investimenti programmati. Del pari, in situazioni del genere, nel predisporre un piano di futura crescita, le aziende possono evidenziare la necessità di dover affrontare un fabbisogno di capitale circolante significativo necessario per supportare la nuova crescita. In tali circostanze, l'indicatore del DSCR[12] può aiutare a fotografare un impegno finanziario giunto ai limiti della capacità di copertura dei flussi di cassa, portando così anche a valutazioni delicate in funzione degli obblighi di monitoraggio degli indicatori di crisi.

Nella situazione appena descritta, le condizioni di "equilibrio finanziario non standard" possono essere talvolta lette in maniera errata dal sistema bancario, in assenza di un'adeguata informativa da parte dell'azienda, ed interpretate come tipiche di un'azienda in disequilibrio, primariamente perché l'analisi di rating tende a fotografare una situazione "statica" e attuale, con una PFN rapportata all'EBITDA corrente e non invece all'EBITDA prospettico che ragionevolmente potrà essere raggiungibile nell'arco piano.

È possibile provare a sintetizzare alcuni esempi di "equilibrio finanziario non standard":

1. ***fast growth***: azienda in crescita con utilizzo pieno delle garanzie MCC-SACE;
2. ***post restructuring***: azienda con circolante impegnato e reduce da risanamento con rating basso ma in crescita;
3. ***capex impact***: azienda con un livello di PFN/Ebitda elevato a cui è richiesta di completare ciclo di Capex e impiegare risorse per personale, marketing e circolante, per sviluppare fatturato e con previsioni di crescita.

In tali circostanze, **riveste un ruolo importante l'impatto relativo ai flussi informativi** poiché:

1. spesso le aziende medio piccole non hanno a disposizione un livello di dati attendibili che permetta loro di chiarire ai terzi la precisa situazione finanziaria aziendale;

[12]Il DSCR (Debt Service Coverage Ratio) indica il rapporto tra flussi di cassa prospettici in entrata dall'attività operativa e i flussi di cassa in uscita destinati al servizio del debito finanziario (quota capitale e oneri finanziari di periodo). Tipicamente, il valore ritenuto accettabile dal ceto creditore dovrebbe essere almeno pari a 1,20.

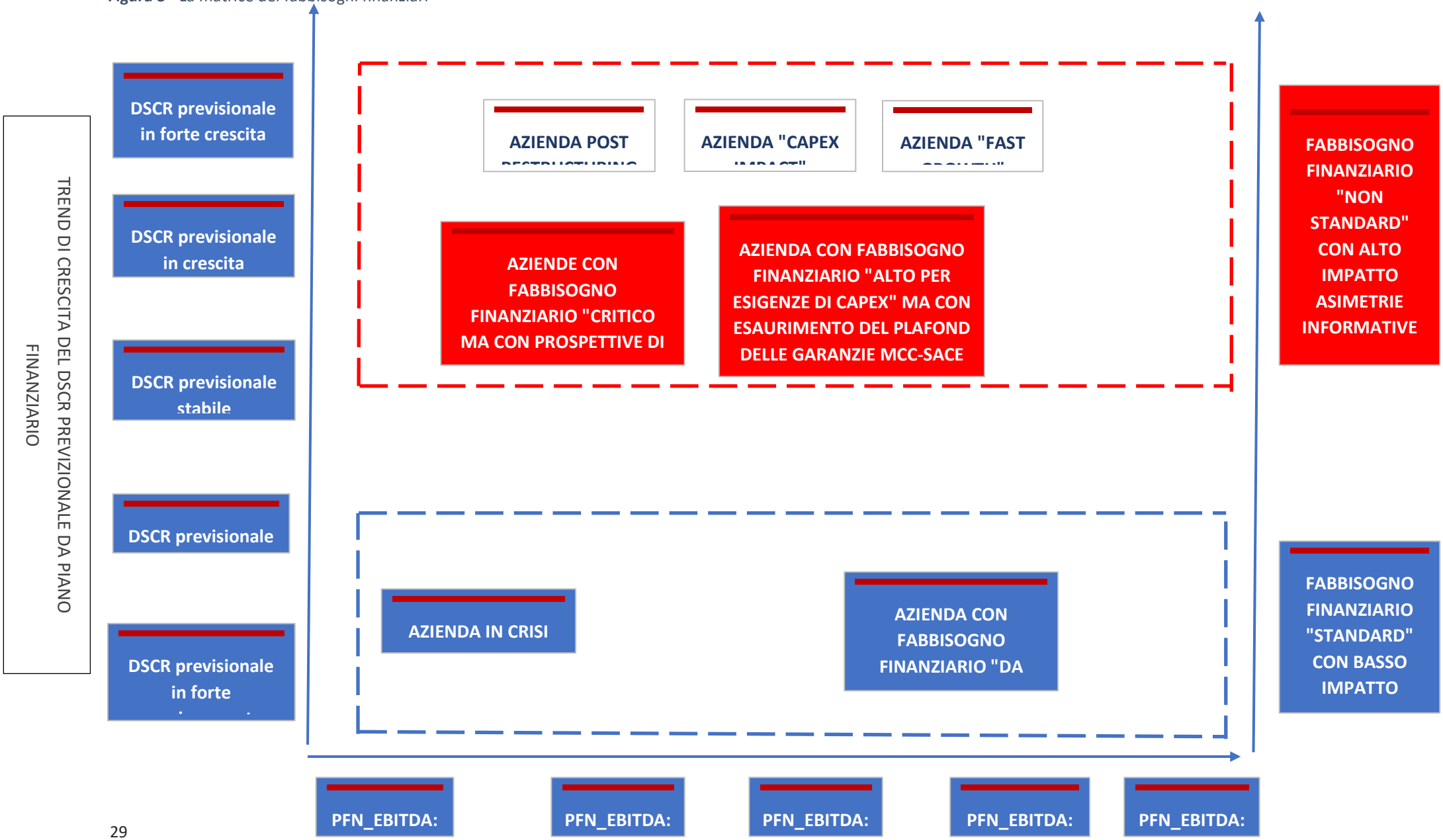
2. l'assenza di figure manageriali nei ruoli di amministrazione, finanza e controllo, porta spesso a presentare piani finanziari basati su attese di crescita importanti, non suffragati da assunti solidi e attendibili;
3. allo stesso tempo, va detto che nelle banche, anche per la tendenza all'automazione dei processi e per una minore presenza di figure specialistiche, non vi è la possibilità di approfondire le dinamiche di crescita del business e dei piani industriali futuri.

In questo contesto, il supporto delle banche diventa sempre più difficile. Inoltre, in alcuni casi emerge il fenomeno dell'effetto "Pro ciclico" degli indicatori alla base dell'analisi di rating, a causa del quale risulta difficile per gli organi creditizi proporre delibere che concedano ulteriore finanza, a maggior ragione nel caso in cui l'impresa abbia utilizzato l'intero plafond. L'effetto "pro-ciclico" diventa esasperato nei casi in cui l'azienda abbia utilizzato integralmente i plafond di garanzie MCC e SACE, perché in tali circostanze gli intermediari finanziari sono costretti dalla normativa di vigilanza a effettuare pesanti accantonamenti di capitale e per essi risulta, pertanto, più agevole un atteggiamento di "attesa" nella concessione di nuovi finanziamenti, se non un disimpegno vero e proprio verso le aziende finanziate.

In siffatte circostanze, attraverso l'offerta di finanziamento per il tramite dei Minibond, gli investitori istituzionali possono rappresentare un valido partner per la raccolta di nuovi fondi, avendo competenze e conoscenze utili a una lettura più attenta dei fabbisogni finanziari "non standard", agevolando la realizzazione dei piani finanziari aziendali.

Una rappresentazione sinottica di una ragionevole "matrice dei fabbisogni" e relativi situazioni "standard" e "non standard" è fornita nella figura che segue.

Figura 3 - La matrice dei fabbisogni finanziari



2.2. Elementi caratteristici dei Minibond

Riportiamo di seguito gli elementi distintivi che caratterizzano un'operazione di emissione di Minibond rispetto ad altri strumenti di finanziamento.

2.2.1. Le principali differenze tecniche tra bond e finanziamento tradizionale

Le principali differenze tra uno strumento bancario tradizionale di finanza a medio termine e la emissione di un Minibond possono essere riassunte come segue:

1) **Valutazione:**

- il finanziamento bancario si caratterizza per il vincolo dirimente del livello di rating delle società affidate. Inoltre, è posta minore enfasi sull'analisi di progetti futuri, anche economicamente interessanti, ma con prospettive di crescita difformi rispetto a quanto viene utilizzato nella valutazione di rating corrente;
- nel caso invece dell'emissione di un Minibond, la valutazione della fattibilità dell'operazione di finanziamento è maggiormente basata sull'analisi della redditività prospettica aziendale e sulla capacità futura di generazione di flussi di cassa da parte dell'emittente. La capacità dell'azienda di esprimere un business plan solido e con assunti di base verificabili e idonei a esprimere un cash flow positivo, rappresenta un fattore che non viene trascurato sia nella fase di emissione delle obbligazioni, sia in merito alla capacità di attrarre potenziali investitori.

2) **Durata e modalità di rimborso**:

- le scadenze dei finanziamenti bancari a medio termine, con riferimento ai chirografari tipicamente assistiti da garanzie MCC e SACE, per investimenti, hanno generalmente una durata compresa tra 3 e 5 anni e solo in rari casi possono avere una durata pari a 10 anni, seppur quest'ultima riguarda copertura di investimenti con garanzia ipotecaria;
- tipicamente, i Minibond prevedono invece durate maggiori, comprese di norma tra i 5 e 7 anni. Su questo specifico aspetto, però, una importante differenza è rappresentata dalla possibilità di prevedere un piano di ammortamento adattato al piano industriale e finanziario dell'emittente, con la possibilità di prevedere un pre-ammortamento di 12-24 mesi o un ammortamento a rate crescenti oppure ancora con eventuali rate maggiori finali, legate a specifiche scadenze di piano. Il dialogo in sede di costruzione del piano tra advisor, arranger ed azienda è fondamentale in questo senso per costruire una raccolta adeguata alle esigenze specifiche dell'azienda che intende raccogliere finanziamenti da destinare al proprio sviluppo.

3) **Garanzie**:

- le garanzie, soprattutto quelle MCC e SACE le quali consentono di ridurre le ponderazioni a capitale degli impieghi bancari, rappresentano non di rado una precondizione per la concessione di una linea a medio termine;
- anche per i Minibond le garanzie possono rappresentare un importante elemento per attrarre gli investitori; tuttavia, il ricorso ad esse non appare strettamente necessario, essendo più elevata la propensione al rischio da parte degli investitori che sottoscrivono tali strumenti. Inoltre, occorre considerare che, negli anni più recenti, hanno trovato diffusione particolari strumenti di garanzia offerti da parte di diverse società finanziarie regionali attraverso l'emissione dei cosiddetti "Basket Bond". Si tratta di emissioni di obbligazioni da parte di società veicolo che hanno sottoscritto prestiti di un paniere di aziende, con rating diversificato, assistite da garanzie senior offerte dalle finanziarie regionali. Attraverso questo meccanismo è stato peraltro possibile finanziarie anche aziende di dimensione molto contenuta e con basso rating, tipicamente meno in linea con il profilo tipico delle società in grado di effettuare emissioni dirette di obbligazioni.

4) **Tassi di interesse:**

- nel caso dei finanziamenti tradizionali, un maggiore impatto sulla determinazione del tasso d'interesse da applicare all'azienda richiedente credito è rappresentato dal livello di rating e dall'assorbimento di capitale previsto per il credito concesso da parte delle banche banca;
- nel mercato dei Minibond, invece, la determinazione del tasso di interesse è maggiormente influenzata dal progetto di impresa e dagli elementi complessivi di fattibilità del piano industriale. Ciò premesso, mediamente, in funzione del maggiore grado di "sartorialità" dell'intervento dei Minibond, si registra un costo più elevato rispetto ai finanziamenti tradizionali a medio termine. Occorre, inoltre, tenere presente il maggior peso dei costi accessori e delle spese di consulenza necessarie per lo sviluppo del progetto e richiesti per la raccolta fondi, elementi che contribuiscono ad accrescere ulteriormente il costo complessivo del **finanziamento** con Minibond.

5) **Segnalazione in Centrale Rischi:**

- la differenza più significativa, in questo senso, è la mancata segnalazione in Centrale Rischi Banca d'Italia dell'emissione dei Minibond.

2.2.2. Importanza del monitoraggio del finanziamento ottenuto attraverso degli indicatori

Lo sviluppo di un finanziamento tramite Minibond prevede tipicamente una contrattualistica molto articolata, all'interno della quale sono accuratamente disciplinati, fra gli altri aspetti:

- le condizioni *ex ante* in cui si ritrova l'azienda e gli obblighi di mantenimento, in termini di compliance, struttura societaria, rispetto regolamentare, assenza di pregiudizievoli, elementi reputazionali, ecc.;
- le condizioni di attuazione del piano industriale e le scelte di manovra finanziaria adottate all'interno dello stesso;
- le condizioni relative ai "covenant contrattuali" che l'azienda si impegna a rispettare lungo il periodo di ammortamento del finanziamento.

A tal fine, si segnala che i **covenant finanziari maggiormente utilizzati** nella prassi sono rappresentati da:

1. **Rapporto di leva (PFN/EBITDA),** che segna la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni finanziari nel corso del tempo, attingendo alla cassa "potenziale" generata dalla propria attività operativa;
2. **Gearing Ratio (PN/PFN),** che misura l'incidenza dei mezzi propri sui finanziamenti esterni;
3. **DSCR**, misura la capacità dei flussi di cassa operativi di far fronte al servizio del debito finanziario.

Assume, pertanto, particolare importanza che l'azienda si doti internamente di un sistema di monitoraggio periodico di tali indicatori e, soprattutto, che si ponga, in via preventiva, in condizioni organizzative tali da prevenire eventuali elementi che possano influire negativamente sugli stessi.

Questo aspetto evoca dunque un intervento di natura strettamente organizzativa e richiede il necessario supporto di "adeguati assetti", idonei a consentire un efficace e tempestivo monitoraggio degli indicatori disciplinati all'interno del contratto di finanziamento.

Questo aspetto diventa di particolare rilevanza in sede di approvazione del bilancio poiché, qualora venisse riscontrato il mancato rispetto dei covenant, nei contratti di finanziamento è di norma prevista la possibilità per i sottoscrittori delle obbligazioni di risolvere il contratto e chiedere il rimborso anticipato del finanziamento. L'azienda potrebbe, di conseguenza, trovarsi altresì in situazioni che a loro volta mettano in discussione il necessario giudizio di "going concern", qualora essa non disponga di una flessibilità finanziaria residua adeguata ad una rapida risoluzione del problema, anche mediante il ricorso ad un aumento di capitale.

In caso di violazione di uno o più covenant, l'azienda potrebbe tempestivamente richiedere il cosiddetto "*waiver*", ovvero richiedere l'autorizzazione allo "sforamento" di uno o più parametri disciplinati nel contratto di finanziamento. Qualora però la fase di attesa delle approvazioni degli eventuali *waiver* non coincida con le tempistiche di presentazione ai revisori o ai soci del progetto di bilancio, potrebbero sorgere delle situazioni delicate, perché la diversa riclassificazione della debitoria in caso di default del covenant porta a riscontrare un DSCR negativo, con connessa difficile valutazione in ordine al rispetto del requisito del "going concern". In queste circostanze, assume particolare rilievo una corretta comunicazione tra investitori, revisori, professionisti e azienda, al fine di ridurre al minimo le conseguenze negative tipicamente associate all'insolvenza aziendale.

L'insieme delle considerazioni presentate in precedenza conduce pertanto a verificare, per un'azienda che si voglia avvicinare all'utilizzo di Minibond, il possesso di una adeguata organizzazione, riassumibile almeno in alcuni elementi minimi:

- presenza di un modello di reporting adeguato e di analisi dei flussi di cassa previsionali;
- presenza di un direttore finanziario competente e a conoscenza delle caratteristiche dei Minibond;
- assistenza di professionisti esterni specialisti in tema di finanza aziendale.

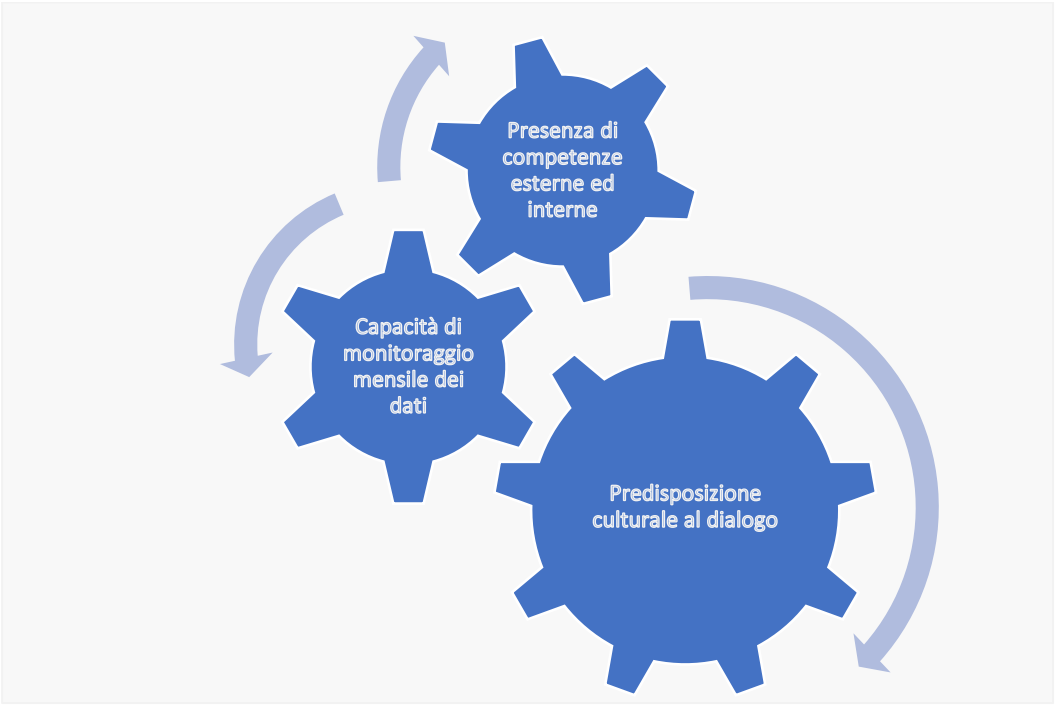
2.2.3. Predisposizione "culturale" al dialogo con le controparti

Come indicato in precedenza, un elemento centrale nella predisposizione di una richiesta di Minibond è rappresentato dalla redazione di un adeguato piano industriale e finanziario, all'interno del quale vengano riassunte le principali assunzioni relative alle scelte industriali, commerciali, di marketing, nonché le scelte di impostazione della manovra finanziaria, il cui impatto e per il cui monitoraggio vengono predisposti dei covenant di analisi e monitoraggio periodico dei risultati.

Risulta essenziale che le aziende, in particolare quelle di minore dimensione, mostrino un'adeguata maturità organizzativa, e che siano adeguatamente strutturate nella predisposizione e nel rispetto del piano industriale approvato dagli organi di *governance*.

Ovviamente, è comunque ammissibile procedere a parziali revisioni e adattamenti del piano inizialmente approvato, in funzione di sopravvenuti mutamenti di mercato, fattori esogeni o necessità tecnico-organizzative. Tuttavia, in questi casi, è essenziale predisporsi a una corretta e tempestiva comunicazione agli investitori di tali intervenute modifiche. È fondamentale, in tal senso, una predisposizione "culturale" al dialogo preventivo e al confronto con i propri interlocutori finanziari, evitando o riducendo al minimo contrasti, che potrebbero rilevarsi dannosi, generati da un inadeguato processo comunicativo.

Figura 4 - I requisiti qualitativi per la emissione di un minibond



2.3. Aspetti legali, statutari e di governance

Il termine "Minibond" fa riferimento, in caso di società per azioni, alle emissioni di obbligazioni ai sensi dell'art. 2410 e ss. c.c.. La regolamentazione di riferimento per le società a responsabilità limitata è, invece, l'art. 2483 c.c..

I Minibond possono essere emessi anche – ed è quanto accade nella prassi – da parte di società non quotate; la loro sottoscrizione è riservata, per lo più, a investitori istituzionali professionali e altri soggetti finanziariamente qualificati.

Il processo di emissione di questa tipologia di obbligazioni prevede, sotto il profilo giuridico, alcuni adempimenti di cui tener conto.

In primis, occorre verificare, per le sole società a responsabilità limitata, la compatibilità rispetto allo statuto societario. Nei casi in cui in esso non sia presente la possibilità di fare ricorso a obbligazioni, è necessario modificare lo statuto prevedendo tale possibilità, definendo i correlati aspetti di governance (fra gli altri: organo che delibera l'emissione, quorum per le delibere relative ed eventualmente limiti all'emissione stessa). Nel caso delle società per azioni, invece, non vi è la necessità di un'espressa previsione statutaria.

Competente per la deliberazione della emissione delle obbligazioni è l'organo amministrativo. In caso di richiesta di accesso alla negoziazione sul mercato Extra Mot di Borsa Italiana è necessario una delibera ad hoc dell'organo stesso.

La delibera dell'organo amministrativo deve essere verbalizzata da un notaio e iscritta al registro imprese in caso di società per azioni mentre, per le società a responsabilità limitata, è possibile che il deposito della delibera sia curato dagli stessi amministratori.

È obbligatoria l'istituzione di un libro sociale apposito, all'interno del quale dovranno essere riportati:

- i titoli emessi e il relativo ammontare;
- nominativi dei portatori;
- vincoli e trasferimenti.

Altro adempimento previsto è la predisposizione del Regolamento del Prestito, all'interno del quale devono essere riportate le condizioni e i termini del prestito, la forma, la natura e l'importo dell'emissione, le modalità di rimborso del capitale e di corresponsione periodica degli interessi.

A valle, rispetto all'approvazione del Regolamento, è poi necessaria la predisposizione e la stipula del contratto di sottoscrizione, all'interno del quale devono essere riportati, in particolare:

- gli impegni previsti;
- le dichiarazioni e le garanzie;
- le clausole di indennizzo, manleva e varie che regolano il prestito.

2.4. Aspetti contabili

Da un punto di vista strettamente contabile, i Minibond rientrano nella categoria dei debiti, e il relativo trattamento è descritto dal principio contabile OIC 19. In funzione dell'inquadramento giuridico, avvenendo le emissioni a tasso di mercato, sotto il profilo contabile viene utilizzato come criterio di valutazione ordinario quello del "costo ammortizzato", verificandosi più raramente la necessità dell'attualizzazione.

Il paragrafo 42 dell'OIC 19 disciplina sul punto che "*il criterio del costo ammortizzato può non essere applicato ai debiti se gli effetti sono irrilevanti rispetto al valore determinato in base ai paragrafi 54-57. Generalmente gli effetti sono irrilevanti se i debiti sono a breve termine (ossia con scadenza inferiore ai 12 mesi)".*

Secondo le indicazioni previste al paragrafo 45 del citato principio contabile, è possibile fare a meno del criterio del costo ammortizzato nei casi in cui "*i costi di transazione, le commissioni pagate tra le parti e ogni altra differenza tra valore iniziale e valore a scadenza sono di scarso rilievo*".

Il paragrafo 20 del citato principio contabile definisce i costi di transazione, come "*costi marginali direttamente attribuibili all'acquisizione, all'emissione o alla dismissione di un'attività o di una passività finanziaria" (…)" i costi di transazione includono gli onorari e le commissioni pagati a soggetto terzi, i contributi pagati ad organismi di regolamentazione e le tasse e gli oneri sui trasferimenti*".

Per le aziende che adottano il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435 -bis c.c. e per le micro imprese, è possibile valutare i prestiti obbligazionari al valore nominale senza l'applicazione del criterio del costo ammortizzato.

2.5. Aspetti fiscali

Ai fini fiscali[13] i Minibond sono assimilati alle obbligazioni e, pertanto, si rende necessario verificare il corretto inquadramento del regime fiscale relativo a:

- tassazione degli interessi attivi in capo al sottoscrittore;
- possibile deduzione degli interessi per l'emittente;
- deducibilità per i costi di emissione per le cambiali finanziarie.

2.5.1. Regime fiscale in capo al sottoscrittore

Gli interessi attivi derivanti dal Minibond rientrano tra le componenti reddituali previste dall'art. 44, comma 1, lett. b) del TUIR, se percepiti da sottoscrittori non imprenditori, mentre rappresentano

[13] Fonti consultate: Eutekne-Sole24Ore.

redditi di impresa secondo il principio di competenza ex art. 89 TUIR, se percepiti da sottoscrittori imprenditori.

Con riferimento al regime impositivo dei redditi di capitale – derivanti dalla detenzione di titoli ed obbligazioni – l'introduzione del d.lgs. 239/1996 ha determinato un graduale passaggio da un generalizzato sistema di applicazione della ritenuta alla fonte su interessi e proventi assimilati connessi a tali strumenti finanziari – vale a dire quello disciplinato dall'art. 26 del d.P.R. 600/1973 – a un sistema in cui l'applicazione del prelievo sui medesimi proventi interviene sotto forma di **imposta sostitutiva**, a valle degli scambi intervenuti tra le parti.

Con riferimento ai minibond, pertanto, è prevista l'applicazione dell'imposta sostitutiva del 26%, *ex* art. 1 comma 1 e art. 2 del d.lgs. 239/1996, ai proventi e interessi relativi alle seguenti tipologie di emissione:

- non soggette a negoziazione, purché detenute da investitori qualificati come descritti all'art. 100 del d.lgs. 58/1998;
- versati a OICR che prevedano un patrimonio investito nelle suddette tipologie di titoli per un importo maggiore del 50% e che vedano come sottoscrittori esclusivamente investitori qualificati *ex* art. 100 del d.lgs. 58/1998;
- corrisposti a società di cartolarizzazione di crediti di cui alla l. 130/1999, che hanno una concentrazione di patrimonio superiore al 50% in tali titoli, cambiali finanziarie o obbligazioni e detenuti da investitori qualificati.

In estrema sintesi, è possibile dunque affermare che per quanto riguarda gli interessi attivi percepiti dal sottoscrittore:

- si applica un'imposta sostitutiva ai sensi degli artt. 1 comma 1 e art. 2 del d.lgs. 239/1996 con un'aliquota attualmente del 26% per effetto dell'art. 3, comma 1 del d.l. 66/2014, con un percipiente ente non commerciale o persona fisica;
- quando invece il percipiente è una società o un ente commerciale residente in Italia o quando sia un soggetto residente all'estero in un paese "*white list*" è prevista l'erogazione dei proventi al lordo dell'imposta.

2.5.2. Deducibilità degli interessi in capo all'emittente

Gli interessi da minibond sono deducibili dal reddito di impresa e, per i soggetti IRES, si applicano i limiti alla deducibilità di cui all'art. 96 del TUIR.

A seguito dell'abrogazione della norma che prevedeva la indeducibilità degli interessi passivi su obbligazioni e titoli simili emessi da società ed enti non quotati diversi da banche, nei casi in cui fosse

superata la soglia individuata dall'art. 3 comma 115 della l. 549/1995[14], tutte le emissioni obbligazionarie sono assoggettate, per l'emittente, ai limiti di deducibilità degli interessi passivi stabiliti dall'art. 96 del TUIR, senza alcuna necessità di dimostrare le condizioni che in precedenza l'art. 32, comma 8, del d.l. 83/2012 richiedeva espressamente per i minibond.

Tale previsione normativa ha rappresentato, dunque, una notevole semplificazione operativa e ha facilitato la diffusione dello strumento finanziario in esame.

2.5.3. Possibile deduzione dei costi di emissione delle cambiali finanziarie

Per le spese di emissione delle obbligazioni, l'art. 32, comma 13, del d.l. 83/2012, stabiliva che le stesse potessero essere dedotte nell'esercizio in cui erano sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

Sul punto, però, mentre con una circolare dell'Agenzia dell'Entrate (n. 29/E/2014) si era aperto a una applicazione del principio di cassa per gli oneri di emissione, prevedendo la stessa come una facoltà coerente con la ratio agevolativa del decreto crescita, il successivo d.lgs. 142/2018 ha definitivamente abrogato il comma 13 dell'art. 32 del d.l. 83/2012. Pertanto, non è più possibile l'applicazione del principio di cassa per la deducibilità delle spese di emissione.

2.6. Il *vendor loan*: introduzione

In ambito finanziario, numerosi sono gli strumenti che hanno trovato larga diffusione per sopperire a ristrette disponibilità e a una stretta creditizia da parte delle banche; per quanto ci occupa, con riguardo alla finanza straordinaria d'impresa e alle operazioni M&A, una tendenza che ha registrato un aumento negli ultimi anni in ragione, anche dell'aumento dei tassi, è data dall'impiego del cosiddetto *vendor loan o vendor financing*.

Stando alla definizione più diffusa nel gergo finanziario, il *vendor loan* è uno strumento utilizzato prevalentemente nelle operazioni di acquisizione societaria, che rappresenta un'alternativa ai canali tradizionali di indebitamento bancario, oltre che essere parte integrante di accordi giuridici più ampi che coinvolgono gli attori delle operazioni di acquisizione.

Date le caratteristiche dei portatori di interesse coinvolti nell'operazione di *vendor loan,* esso è associato al vasto mondo delle operazioni di ***M&A***, vale a dire di:

[14] La norma prevedeva che "nel caso in cui il tasso di rendimento effettivo o di riferimento sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari sia superiore ai limiti indicati nel comma 1 dell'art. 5 della legge 23 dicembre 1994, n. 725, come sostituito dal comma 114 del presente articolo, gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono indeducibili ai fini della determinazione del reddito di impresa". Tale disposizione è stata abrogata ad opera del d.lgs. 147/2015.

- ***Mergers*** quali operazioni inerenti al trasferimento concordato di aziende e partecipazioni di società che in prospettiva conducono ad alcuni processi attraverso cui infine perviene a un mutamento dell'assetto gestionale di una o più società (ad esempio, fusione);
- ***Acquisitions*** quale trasferimento della proprietà di una società (o di parti di essa) al soggetto acquirente previo il pagamento di un corrispettivo.

2.6.1. Destinatari

Si tratta nella pratica di una forma di finanziamento a favore dell'acquirente, volta a stimolare e facilitare l'acquisto della partecipazione societaria, e che trova applicazione tanto nelle operazioni di *MBO (Management Buy Out)*, quanto, più in generale, in quelle di *LBO (Leveraged Buy Out)*, con un'ultima connotazione storica per le operazioni di *FBO (Family Buy Out)*.

Assiomatica l'applicazione per il supporto di operazioni di *management buy out*, data la peculiarità della parte acquirente – manager per l'appunto – che fino a un certo punto riscuotono la fiducia di terzi finanziatori, trovando invece, nella proprietà dell'azienda dagli stessi condotta e dove con tutta probabilità si sono formati, la naturale affidabilità nella capacità di conseguire risultati idonei a ripagare il finanziamento.

Allo stesso modo, in operazioni di passaggio generazionale, con la continuazione dell'azienda solo da parte di taluno degli eredi, gli altri possono procrastinare la loro liquidazione, finanziando i/il successori/e, essendo praticamente inesistente quelle tipiche asimmetrie informative, soprattutto nel momento della conclusione dell'operazione, che renderebbero aleatorio il finanziamento esterno *tout-court*.

Non di meno, l'intervento del *vendor loan* contribuisce a risolvere situazioni di *LBO* ove, rispetto a un *earn out,* si preferisca definire da subito il corrispettivo "finito"; lo strumento, in questi casi, contribuisce solo ad agevolarne la regolazione.

2.6.2. Le principali figure delle operazioni di *vendor loan*

Di seguito, si propone un elenco dei principali soggetti coinvolti nelle operazioni di *vendor loan*:

- **venditore (*vendor*)**: il venditore è la parte che cede la proprietà dell'azienda o di una parte di essa. In un'operazione di *vendor loan*, il venditore accetta di finanziare parte del prezzo di acquisto, diventando di fatto un creditore dell'acquirente. È questo spesso il caso in cui il venditore desidera facilitare la transazione per motivi strategici o per ottenere un prezzo di vendita più alto rispetto a quello che potrebbe ottenere attraverso canali tradizionali;
- **acquirente (*buyer*)**: l'acquirente è colui che acquista la società o una parte di essa. L'acquirente può essere un singolo, un gruppo di manager (come in un MBO), un'altra società, o un investitore finanziario. Utilizzando il *vendor loan*, l'acquirente può ridurre l'esborso iniziale di capitale

necessario per completare l'acquisizione, finanziando una parte del prezzo di acquisto, attraverso le dilazioni concesse dal venditore;

- **istituzioni finanziarie:** anche se il *vendor loan* riduce la necessità di finanziamento tradizionale, le istituzioni finanziarie possono comunque essere coinvolte nell'operazione, fornendo finanziamenti complementari o fungendo da advisor, allo scopo di facilitare la strutturazione dell'accordo di cessione delle quote societarie;
- **consulenti legali e finanziari (*legal and financial Advisors*)**: queste due categorie di professionisti rivestono un ruolo cruciale nel facilitare l'operazione di finanza straordinaria. I consulenti legali assicurano che tutti gli aspetti contrattuali siano gestiti correttamente, laddove ai consulenti finanziari è richiesto prevalentemente di valutare la fattibilità economica dell'operazione e assistere le parti nella negoziazione delle condizioni del *vendor loan*;
- **managers:** nelle operazioni di MBO, i managers della società acquisita sono spesso i principali beneficiari del *vendor loan*. Essi usano tale strumento con l'obiettivo di ottenere il controllo dell'azienda in cui già lavorano, sfruttando la loro conoscenza interna e la fiducia che il venditore ha nella loro capacità di gestire l'azienda con successo;
- **eredi:** allo stesso modo, nelle operazioni di FBO o di passaggio generazionale, quando solo alcuni degli eredi continuano l'attività aziendale, gli altri possono posticipare la loro liquidazione finanziando i successori. Ciò elimina praticamente l'asimmetria informativa, soprattutto al momento della conclusione dell'operazione, rendendo il finanziamento esterno meno rischioso.

2.6.3. Caratteristiche Principali

Il *vendor loan o financing* trova la sua origine nel mondo del *private equity* e ha acquisito crescente popolarità negli ultimi anni in concomitanza con i periodi di temporanea riduzione della liquidità sul mercato dei capitali.

Diverse società di *private equity* hanno iniziato a finanziare gli acquirenti delle loro attività per ovviare alle crisi di liquidità, stante la necessità di smobilizzare gli asset in ragione del limitato obiettivo temporale che hanno a disposizione per il rimborso del denaro ai loro investitori.

Le principali caratteristiche dello strumento in oggetto possono essere sintetizzate come segue:

- **alternativa al finanziamento tramite istituti di credito:** in una transazione di M&A finanziata attraverso il ricorso a un *vendor loan*, è il venditore – e non una banca o un generico intermediario finanziario – a fornire all'acquirente il finanziamento necessario per concludere l'operazione e ad attendere di essere ripagato nel tempo. In altri termini, esso si caratterizza per la concessione di un finanziamento da parte del venditore (o di una società ad esso collegata o controllante) a favore dell'acquirente (solitamente nella forma di finanziamento alla società ceduta) per un ammontare pari a una porzione, più o meno significativa, del prezzo di acquisto del bene oggetto della transazione e prende in concreto la forma di un pagamento differito di parte del prezzo d'acquisto. Il primo beneficio che deriva dall'utilizzo del *vendor loan* è che, senza di esso, diverse

operazioni non sarebbero giunte a perfezionarsi (o sarebbero state ritardate), in quanto il finanziamento bancario non risultava disponibile oppure risultava eccessivamente oneroso. Lo strumento del *vendor loan* consente, inoltre, di mantenere un doppio vincolo – per il venditore e l'acquirente – legati entrambi di fatto alla gestione e al raggiungimento di determinati risultati negli anni successivi. Il *vendor loan* è generalmente fruttifero di interessi e il rimborso di capitale ed interessi non prevede un piano di ammortamento, ma avviene a una o più scadenze predeterminate (*bullet*).

- **Patto di subordinazione:** una delle caratteristiche distintive del *vendor loan* è costituita dal "patto di subordinazione". Usualmente, l'obbligazione di rimborso del *vendor financing* è infatti subordinata al previo rimborso integrale del finanziamento bancario ottenuto dall'acquirente per l'acquisto della società e/o della partecipazione e, in una certa misura, all'ottenimento da parte della società ceduta di determinati obiettivi di redditività e quindi, strettamente legata all'EBITDA.
- **Tipologie di finanziamento da parte del fornitore disponibili per l'acquisizione di beni:** benché siano diverse le tipologie di *vendor financing* elaborate nel corso del tempo, le opzioni più diffuse risultano essere le seguenti:

  1. Finanziamento in leasing: il finanziamento in leasing è una tipologia di finanziamento in cui il venditore fornisce uno o più beni al soggetto acquirente attraverso un contratto di leasing. L'acquirente effettua pagamenti regolari al venditore per un periodo predeterminato, al termine del quale gli è riservata l'opzione di acquistare i beni oppure di restituirli al venditore. Questa tipologia di finanziamento è diffusa in particolar modo fra le aziende che hanno bisogno di beni per un breve periodo di tempo e/o che non sono sicure di impegnarsi ad acquistare il bene.

  2. Finanziamento rateale: il finanziamento rateale è un tipo di finanziamento in cui l'acquirente effettua pagamenti periodici al venditore, per un periodo contrattualmente predeterminato. A differenza del leasing, l'acquirente diviene in questo caso proprietario del bene sin dall'inizio ed effettua i pagamenti al venditore fino a concorrenza dell'importo finanziato. Il finanziamento rateale è diffuso per le aziende che desiderano possedere il bene ma che, allo stesso tempo, non hanno una disponibilità finanziaria immediata al pagamento integrale dello stesso.

  3. Finanziamento con pagamento differito: si tratta di un tipo di finanziamento in cui l'acquirente acquista il bene ed effettua il pagamento al venditore in una sola rata, a sua volta comprensiva degli interessi sull'ammontare differito.

  4. Finanziamento basato sui ricavi: il finanziamento basato sui ricavi è parametrato sulle effettive entrate conseguite nel corso del tempo dal soggetto acquirente. In altri termini, il fornitore percepisce una percentuale delle entrate dell'acquirente fino all'integrale rimborso dell'importo finanziato. Questo tipo di finanziamento si attaglia a situazioni aziendali caratterizzate da entrate volatili e che, dunque, impediscono all'acquirente di potersi impegnare con pagamenti di ammontare predeterminato.

2.6.4. Vantaggi del *vendor loan*

Il *vendor loan* può presentare una serie di vantaggi per il soggetto acquirente:

- processo di approvazione semplice: uno dei principali vantaggi del finanziamento da parte del fornitore è un procedimento più rapido e un iter di approvazione semplificato;
- tassi di interesse contenuti: un ulteriore vantaggio del finanziamento da parte del fornitore è la possibilità di ottenere un *pricing* più contenuto, poiché il fornitore può offrire il finanziamento con tassi più competitivi rispetto ai finanziatori tradizionali, anche grazie all'assenza di commissioni;
- maggiore flessibilità di strutturazione: il finanziamento che il fornitore offre ha una maggiore flessibilità rispetto alle opzioni tradizionali, dato che i termini possono essere negoziati direttamente tra le parti, consentendo soluzioni di finanziamento personalizzate. Ciò può risultare particolarmente utile per le imprese che hanno esigenze finanziarie particolari.

2.6.5. Struttura e *iter* dell'operazione

La struttura che si delinea è conseguente a un accordo tra le parti mediante la sottoscrizione di un contratto di prestito in cui sono specificate le seguenti informazioni:

- le parti che sottoscrivono l'accordo;
- la data effettiva (da quando il contratto entra in vigore);
- l'importo del prestito e sottoscrizione di eventuali garanzie;
- il piano di rimborso, in cui sono specificate le date e i termini;
- la durata del prestito;
- il pagamento degli interessi dovuti.

A discrezione delle parti, è possibile richiedere di fornire una relazione finanziaria con cadenza mensile o trimestrale. Inoltre, vengono di norma definiti anche alcuni termini e condizioni, tra cui:

- facoltà/obbligo di rimborso anticipato (rimborso integrale nel caso in cui si verifica evento di liquidità);
- evento di liquidità (clausole in cui possono verificarsi eventi come cessione quote dei soci a un soggetto terzo, fusione con società non rientrante nell'accordo, quotazione su mercato regolamentato);
- *cross acceleration* (diritto di accelerare il rimborso integrale prima della data di scadenza);
- cambio di controllo (vendita da parte dell'acquirente di una partecipazione superiore al 50%).

2.6.6. Aspetti legali e di *governance* del *vendor loan*

2.6.6.1. Aspetti Legali

Il *vendor loan* implica una serie di aspetti legali che devono essere attentamente considerati e negoziati tra le parti. In particolare, occorre porre la giusta attenzione su alcuni elementi come:

- contratto di prestito: il contratto di prestito deve essere redatto in conformità con la normativa vigente e includere tutte le clausole necessarie per tutelare entrambe le parti. Questo comprende la definizione delle modalità di pagamento, gli interessi applicati, e le garanzie fornite;
- garanzie: è fondamentale stabilire quali garanzie verranno fornite a copertura del *vendor loan*. queste possono includere pegni su azioni, ipoteche su beni immobili, o altre forme di garanzia;
- clausole di default: devono essere definite le condizioni di default e le relative conseguenze, incluse le modalità di escussione delle garanzie e le eventuali penali applicabili;
- conformità normativa: il contratto deve rispettare tutte le normative nazionali e internazionali applicabili, inclusa la regolamentazione bancaria e finanziaria, nonché le normative antiriciclaggio.

2.6.6.2. Aspetti di Governance

Il *vendor loan* può influenzare la governance aziendale in diversi modi:

- diritti di controllo: il venditore, in qualità di finanziatore, può richiedere specifici diritti di controllo e di informazione, come la partecipazione al consiglio di amministrazione o il diritto di veto su determinate decisioni strategiche;
- obiettivi di performance: il raggiungimento degli obiettivi di performance stabiliti nel patto di subordinazione può essere legato alla governance aziendale, richiedendo una maggiore trasparenza e rendicontazione da parte della società acquisita;
- struttura della proprietà: l'implementazione di un *vendor loan* può influenzare la struttura proprietaria della società, poiché il venditore potrebbe mantenere una partecipazione significativa o avere diritti preferenziali in caso di vendita futura;
- politiche di dividendo: le condizioni del *vendor loan* possono includere restrizioni sulle politiche di distribuzione dei dividendi, assicurando che i profitti vengano utilizzati prioritariamente per il rimborso del debito;
- compliance e monitoraggio: la necessità di conformità alle condizioni del *vendor loan* può comportare un rafforzamento delle pratiche di compliance e di monitoraggio all'interno della società, con la possibile implementazione di audit periodici e relazioni finanziarie dettagliate.

2.6.7. Punti di attenzione e rischi

Il finanziamento trattato può comportare anche una serie di rischi e sfide di cui le aziende devono essere consapevoli prima di prendere una decisione. Tra questi ricordiamo:

- tassi di interesse elevati: è vero – come detto in precedenza – che uno dei vantaggi precedentemente esposti è la possibilità di avere tassi di interesse favorevoli, ma al contempo uno dei rischi del finanziamento è rappresentato dagli stessi tassi di interesse, che talvolta potrebbero risultate più elevati rispetto ai finanziamenti tradizionali. Le aziende sono pertanto chiamate a valutare con attenzione i tassi negoziati e a confrontarli con eventuali opzioni alternative di finanziamento per stabilire in quale misura lo strumento del *vendor loan* risulti essere la scelta maggiormente conveniente;
- flessibilità limitata: nonostante sia stato in precedenza tratteggiato come uno dei vantaggi del *vendor loan*, in alcuni casi potrebbe in realtà rappresentare una potenziale limitazione, poiché i finanziatori potrebbero richiedere termini di rimborso rigidi e non essere disposti a negoziare o accettare modifiche più favorevoli all'acquirente nel contratto di finanziamento;
- dipendenza dal fornitore**:** un'altra sfida del *vendor loan* è la dipendenza dal fornitore, poiché le imprese, essendo vincolate per tutta la durata del finanziamento, subiscono una limitazione delle loro opzioni e della flessibilità. Se il venditore dovesse cessare l'attività o modificare le proprie politiche finanziarie, l'azienda potrebbe rimanere senza i finanziamenti necessari per completare l'acquisizione del bene;
- commissioni e oneri nascosti: le imprese devono essere consapevoli di eventuali commissioni e oneri nascosti associati al finanziamento. Il contratto di *vendor loan* potrebbe contemplare l'addebito di spese aggiuntive in caso di ritardi nei pagamenti o di rimborsi anticipati i quali, peraltro, potrebbero anche accumularsi nel corso del tempo. È essenziale negoziare attentamente il contratto di finanziamento e comprenderne tutte le commissioni e gli oneri associati;
- rischio di inadempienza**:** infine, occorre aver presente che sussiste sempre un rischio di insolvenza lungo la durata del *vendor loan*. Se l'azienda non è in grado di rimborsare il finanziamento, il venditore può rientrare in possesso dei beni, il che può a sua volta produrre conseguenze finanziarie significative per l'azienda. Le imprese devono pertanto valutare attentamente la propria effettiva capacità di rimborso del finanziamento e assicurarsi di disporre di un piano di emergenza in caso di eventuale inadempienza.

2.6.8. Impatto della Legge 5 marzo 2024, n. 21

La l. 21/2024, recante interventi a sostegno della competitività dei capitali, ha avuto un impatto significativo sull'uso e sulla regolamentazione del *vendor loan*. È stata introdotta con l'obiettivo di migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano, promuovendo strumenti finanziari innovativi e aumentando l'accessibilità al finanziamento per le imprese. I principali effetti della norma includono:

- incentivi fiscali**:** la legge prevede incentivi fiscali per le imprese che utilizzano strumenti di *vendor financing* nelle operazioni di M&A. Questi incentivi riducono il carico fiscale sulle transazioni, rendendo il *vendor loan* una scelta più attraente per entrambe le parti coinvolte;
- maggiore trasparenza e regolamentazione: la normativa ha introdotto requisiti di trasparenza e regolamentazione più rigorosi per le operazioni di *vendor loan*, allo scopo di proteggere entrambe le parti e garantire che le condizioni del finanziamento siano chiaramente definite;
- accesso facilitato al credito: sono state introdotte misure per agevolare l'accesso al credito per le piccole e medie imprese, spesso coinvolte in operazioni di M&A, fra cui la semplificazione delle procedure burocratiche e la riduzione delle barriere all'ingresso nel mercato dei capitali;
- promozione dell'innovazione finanziaria: viene incentivata l'adozione di nuovi strumenti finanziari e modelli di finanziamento, come appunto il *vendor loan*, allo scopo di stimolare la competitività e l'innovazione nel mercato dei capitali.

2.6.9. Casi pratici

Il *vendor loan* è uno strumento dotato di particolare flessibilità, caratteristica che gli consente di essere utilizzato in contesti molto differenti tra loro. Si riportano di seguito quattro esempi di casi pratici di possibili applicazioni.

2.6.9.1. FBO Alfa Industrial S.p.A.

Alfa Industrial S.p.A., azienda manifatturiera, opera in un settore molto competitivo con forte complessità di business e rapida evoluzione tecnologica. I soci sono tutti parte della stessa famiglia. Solo uno dei soci, Tizio, anche amministratore delegato, è interessato a continuare l'attività aziendale e sarebbe intenzionato a rilevare le quote detenute dagli altri familiari. La prima generazione ha individuato nella seconda generazione gli eredi del proprio patrimonio complessivo (costituito anche da immobili e disponibilità finanziarie extra-aziendali).

Vista la scarsa propensione di Tizio a volersi indebitare con il sistema bancario e l'impossibilità di disporre di risorse finanziarie autonome sufficienti, Tizio realizza la seguente operazione:

- costituisce la società Veicolo S.r.l. al fine di acquisire dagli altri soci le azioni (80%) di Alfa Industrial non di sua proprietà;
- conferisce il proprio 20% di azioni di Alfa Industrial in Veicolo S.r.l.;
- Alfa Industrial è valutata X mln, senza variabilità del prezzo in base ad accordi di *earn-out*;
- Veicolo S.r.l. acquisisce l'80% di azioni di Alfa Industrial concordando un pagamento pari all'8% delle azioni di Alfa Industrial al closing dell'operazione (utilizzando mezzi propri apportati nella Veicolo S.r.l.) e concordando per il restante 72% l'erogazione di un *vendor loan* da parte dei soci uscenti;

- il corrispettivo del 72% delle azioni non viene immediatamente corrisposto da Veicolo S.r.l. ai soci di Alfa ma il debito è convertito in un *vendor loan* da parte dei soci uscenti a favore di Veicolo S.r.l. con scadenza a 9 anni dal closing, la corresponsione di interessi annuali fissi pari al 5% e due tranches di rimborso di capitale del *vendor loan* pari al 12% del valore delle azioni cedute al terzo anno dal closing e pari al 20% del valore delle azioni cedute al sesto anno dal closing. Il pagamento del restante importo di capitale del *vendor loan*, pari al 40% del valore delle azioni, è pagato a scadenza (9 anni).

Nel contratto di *vendor loan* è prevista:

- la possibilità di un rimborso anticipato da parte di Veicolo S.r.l., senza penali di estinzione;
- l'eventualità di integrale rimborso del *vendor loan* in caso di vendita a soggetti terzi delle azioni di Alfa Industrial S.p.A. o c.d. eventi di liquidità;
- il finanziamento è garantito da pegno sulle azioni nella misura del 51% delle azioni fino all'integrale pagamento del *vendor loan*.

Vantaggi *sell-side*:

- adeguata valorizzazione dell'azienda, la cui proprietà permane all'interno della famiglia, realizzando un passaggio generazionale senza particolari "traumi" (precedenti trattative di vendita a soggetti esterni alla famiglia erano risultate infruttuose);
- ottenimento di un'entrata costante a tassi di interesse non facilmente ottenibili sul mercato finanziario;
- definizione del valore aziendale alla data del *closing* e definizione della cifra di liquidazione delle proprie azioni in modo definitivo;
- assenza di costi di intermediazione.

Vantaggi *buy-side*:

- valutazione del capitale economico aziendale definita alla data del closing;
- sostanziale dilazione del pagamento attraverso una tempistica non facilmente rinvenibile nel mercato bancario-finanziario;
- definizione del passaggio generazionale senza traumi interni alla famiglia;
- tasso di interesse del *vendor loan* fisso e a condizioni di mercato;
- assenza di indebitamento con il canale bancario;
- struttura di garanzia del debito poco costosa;
- assenza di costi di intermediazione.

Profili di possibili criticità:

- dilazione di pagamento assistita dallo stesso valore aziendale, che rischia di azzerarsi o ridursi fortemente in caso di difficoltà dell'azienda;

- credito finanziario scarsamente liquido per i venditori;
- in caso di difficoltà aziendali il conflitto tra creditori e debitore rischia di incrinare i rapporti familiari.

2.6.9.2. Cessione di quota di maggioranza di Beta SpA a fondo di investimento

Beta SpA è una società operativa in tre comparti industriali-tecnologici tra loro correlati e in crescita. La maggioranza delle azioni è detenuta dalla famiglia del fondatore, mentre una quota di minoranza è posseduta da fondi di investimento. Un fondo (*buy fund*), già azionista, è deciso ad acquisire il controllo totalitario della società. I soci familiari sono intenzionati a vendere.

Il fondo decide di acquisire la totalità delle azioni della Famiglia (pari al 60% delle azioni di Beta SpA), secondo la seguente struttura:

- definizione di un prezzo di acquisizione di € X Mln per il 60% che verrà liquidato al *closing*;
- obbligo per i venditori della Famiglia di reinvestire un terzo di quanto ricevuto in un *vendor loan* a favore del Fondo, alle condizioni previste in seguito.

Nel contratto di *vendor loan* sono previste le seguenti condizioni:

- tasso di interesse pari al 4% fisso;
- pagamento di interessi capitalizzati tutti a scadenza pik (*payment-in-kind*);
- finanziamento *bullet* (rimborso integrale a scadenza);
- finanziamento di durata quadriennale;
- vincolo dei 2 manager attuali della famiglia a rimanere operativi in Beta Spa;
- integrale rimborso del *vendor loan* in caso di vendita a soggetti terzi delle azioni di Beta o per c.d. eventi di liquidità;
- a garanzia del *vendor loan* è abbinata una fidejussione assicurativa.

Vantaggi *sell-side*:

- ottima valutazione del valore aziendale grazie alle prospettive di sviluppo e azienda che viene acquisita da soggetto già azionista;
- vincolo di permanenza del management accettabile e prezzo già definito senza clausole di *earn-out*;
- garanzie ragionevoli rispetto al *vendor loan* erogato.

Vantaggi *buy-side*:

- stima del valore aziendale definitiva alla data del *closing*;
- vincolo adeguato del management a continuare l'attività svolta in azienda (rafforzato dal *vendor loan*);

- definizione del passaggio generazionale senza elementi di conflitto che potrebbero porre l'azienda in una situazione di difficoltà potenziale;
- tasso di interesse del *vendor loan* fisso e a condizioni competitive rispetto al mercato del credito.

Profili di possibili criticità:

- definizione del prezzo fisso espone a rischio di sopravalutazione in caso di mancata crescita del gruppo;
- assenza di flussi di cassa intermedi tra la stipula del *vendor loan* e il suo rimborso per i venditori;
- situazione di rischio in caso di difficoltà di rimborso al termine del *vendor loan*;
- costo della fidejussione assicurativa.

2.6.9.3. Acquisizione del controllo di Service S.p.A. da parte di socio di minoranza e manager con indebitamento bancario e *vendor loan*

Service SpA è un'azienda di servizi nel settore sanitario. La compagine societaria è composta da tre soci, con partecipazioni societarie paritarie e con un ottimo rapporto personale tra le parti. Soltanto uno dei soci, Caio, membro dell'organo amministrativo, è però interessato a continuare l'attività aziendale insieme ai suoi figli.

Visto l'elevato valore aziendale e l'impossibilità di Caio ad ottenere credito bancario per procedere all'acquisto del 100% delle azioni, Caio realizza la seguente operazione:

- utilizza la Caio holding s.r.l. (già detentrice del 33,33% di azioni di service) al fine di acquisire dagli altri soci le azioni (66,67%) di service non di sua proprietà;
- Service è valutata € x mln senza variabilità del prezzo, vengono definite garanzie per rischi ed oneri che potrebbero riguardare la gestione ante-cessione con franchigie e massimali;
- Caio holding acquisisce il 66,67% di azioni di Service concordando l'integrale pagamento delle azioni del socio Sempronio (33,34%) al *closing* dell'operazione (utilizzando mezzi propri societari e liquidità derivante da finanziamento bancario concesso alla Caio holding) e concordando l'acquisto del restante 33,33% detenuto da Anna, la quale reinveste il prezzo di cessione (delle sue azioni di Service spa) erogando un *vendor loan* a caio holding;
- il *vendor loan* erogato da anna alla caio holding ha durata quinquennale con pagamento annuale della quota di interessi e di capitale (debito residuo ripartito in 5 annualità).

Nel contratto di *vendor loan* sono disciplinati i seguenti aspetti:

- la possibilità di un rimborso anticipato da parte di Caio Holding, senza penali di estinzione;
- il tasso di interesse in misura variabile, posto pari all'Euribor + 1% di spread;
- l'integrale rimborso del *loan* in caso di vendita a soggetti terzi delle azioni di Service oppure per i c.d. eventi di liquidità;

- la capitalizzazione annuale degli interessi progressivamente maturati;
- il finanziamento è garantito da pegno sulle azioni nella misura del 33,33% delle azioni fino all'estinzione del finanziamento.

Vantaggi *sell-side*:

- adeguata valorizzazione del capitale economico e mantenimento della continuità aziendale;
- ottenimento di un'entrata costante a tassi di interesse non necessariamente ottenibile sul mercato finanziario;
- definizione del valore aziendale alla data del *closing* e del corrispettivo di liquidazione delle azioni in modo definitivo;
- assenza di costi di intermediazione.

Vantaggi *buy-side*:

- valutazione del valore aziendale adeguata e definitiva alla data del *closing*;
- sostanziale dilazione di parte del prezzo complessivo con una tempistica non facilmente rinvenibile nel mercato bancario-finanziario;
- tasso di interesse del *vendor loan* a condizioni di mercato;
- compatibilità con indebitamento da canale bancario;
- struttura di garanzia del debito poco costosa;
- assenza di costi di intermediazione.

Profili di possibili criticità:

- dilazione di pagamento assistita dallo stesso valore aziendale che rischia di azzerarsi o ridursi fortemente in caso di difficoltà dell'azienda;
- finanziamento subordinato al debito bancario;
- credito finanziario scarsamente liquido per la venditrice;
- in caso di difficoltà aziendali il rapporto tra creditore e debitore risulta poco flessibile (è possibile porre rimedio a questo aspetto attraverso specifiche previsioni contrattuali).

2.6.9.4. Acquisizione tramite LBO della Entertainment S.p.A. e connesso *vendor loan*

Entertainment S.p.A. è un'azienda di servizi operante nel settore dello spettacolo, con buona redditività e un management interessato ad acquisire il controllo delle azioni dei soci. Il management svolge la propria attività in azienda da oltre cinque anni e dispone di elevate competenze tecniche settoriali.

Considerate le prospettive di crescita aziendale e l'età avanzata dei soci cedenti, il management si dimostra interessato ad acquisire il 100% della società con una valutazione composta per l'80% di un

valore fisso e per il residuo 20% di un valore variabile, a sua volta funzione di un multiplo definito dell'EBITDA prospettico a 5 anni. Il management propone la seguente operazione:

- costituzione di NewCo S.r.l. che riceve un finanziamento bancario finalizzato all'acquisizione del 100% di Entertainment;
- i soci di Entertainment cedono il 100% delle azioni alla NewCo e ricevono l'importo pari alla cifra fissa predefinita (l'80% suddetto) e con il 40% del loro incasso erogano un *vendor loan* alla NewCo con restituzione totale a scadenza dopo 5 anni (*bullet*), con pagamento di interessi annualmente pari al 7% annuo;
- NewCo realizza, nel rispetto della normativa di riferimento, un'operazione di *leveraged buy-out* incorporando Entertainment e dando vita alla New Entertainment SpA.

Alla scadenza del quinquennio è previsto un pagamento su multiplo di EBITDA in *earn-out* per il 20% del valore complessivo. Nel contratto di *vendor loan* è previsto:

- tasso di interesse nella misura fissa pari al 7% con pagamento mensile;
- rimborso del capitale integralmente alla scadenza del quinquennio;
- l'integrale rimborso del *vendor loan* in caso di vendita a soggetti terzi delle azioni di Entertainment SpA o di c.d. eventi di liquidità;
- la possibilità di un rimborso anticipato da parte di New Entertainment SpA, senza penali di estinzione;
- la subordinazione del rimborso del *vendor loan* all'integrale pagamento del finanziamento bancario.

Vantaggi *sell-side*:

- valutazione del valore aziendale in parte fissa e in parte variabile per considerare le prospettive di crescita;
- ottenimento di un'entrata costante a tassi di interesse competitivi;
- continuazione dell'attività aziendale con management interno già conosciuto ed esperto nel settore;
- assenza di costi di intermediazione.

Vantaggi *buy-side*:

- adeguata valutazione del valore aziendale;
- sostanziale dilazione del 40% di pagamento del prezzo a condizioni ragionevoli senza gravare eccessivamente sull'indebitamento bancario;
- compatibilità con indebitamento da sistema bancario;
- struttura di garanzia del debito poco onerosa;
- ridotti costi di intermediazione.

Profili di possibili criticità:

- flussi finanziari in uscita concentrati a medio termine tutti al quinto anno;
- *vendor loan* subordinato al debito bancario, poco negoziabile in caso di difficoltà aziendali;
- credito finanziario scarsamente liquido per la venditrice;
- struttura finanziaria rischiosa in caso di difficoltà aziendali.

PARTE III

Maturità

3.1. Search fund: introduzione

Il concetto di *search fund* è stato coniato per la prima volta nel 1984 da Irving Grousbeck, docente all'Università di Stanford (USA). Lo strumento è nato dal desiderio di permettere a talentuosi studenti di prestigiose scuole di management di cimentarsi nella gestione di un'azienda, senza sopportarne la fase di start-up e facendo leva su un pool di investitori che fornisce le risorse necessarie per acquisirla. Il modello del *search fund* punta a massimizzare l'interesse di tutti gli attori coinvolti. Infatti, i giovani che individuano un'azienda con del potenziale inespresso possono trovare i mezzi per rilevarla, gli investitori che apportano il capitale possono ambire a un elevato ritorno dei loro impieghi e l'azienda acquisita può vivere una fase espansiva della propria attività.

Successivamente il modello è uscito dalle aule universitarie e diventato più popolare, anche all'estero.

Le rilevazioni biennali svolte dalla Stanford Graduate School of Business[15] mostrano un fenomeno in costante crescita in USA e Canada. Sono quasi settecento i *search fund* lanciati dal 1984 secondo l'ultimo aggiornamento facente stato al 31.12.2023. In Europa, alla stessa data, l'indagine della IESE Business School dell'Università di Navarra[16], che monitora i *search fund* operativi fuori dagli USA e Canada, ha censito più di centottanta casi in Europa, principalmente concentrati in Spagna, Regno Unito, Francia e Germania ma anche l'Italia, a partire dal 2017, ha iniziato a popolarsi di questi soggetti[17]. Entrambi gli studi riportano un incremento record nel numero di nuovi operatori nel 2023 motivato dalla sempre maggiore conoscenza dello strumento e lo sviluppo di una industry del settore.

Un *search fund*, nella sua connotazione attuale, è promosso da un manager ancora giovane ma altamente qualificato che intende mettere a frutto la sua competenza ed esperienza rilevando un'azienda preesistente per farla espandere sotto la sua diretta gestione. Se la sua candidatura ottiene l'appoggio di investitori disponibili a supportarne il programma[18], viene costituita una società veicolo con un apporto iniziale di capitale che serve unicamente a sostenere la prima fase di attività, vale a dire la ricerca dell'azienda da comprare. Solo quando l'azienda è stata individuata e validata dagli investitori, viene effettuato un aumento di capitale del veicolo per finanziare e finalizzare l'acquisizione. A questo punto il manager assume la gestione dell'azienda per mettere in pratica il piano industriale orientato allo sviluppo del business, piano che ha incontrato il gradimento degli investitori (che lo sostengono con l'autorevolezza del loro network). Dopo qualche anno, di norma, viene presa in considerazione una *exit strategy* per consentire a tutti una presa di beneficio.

Si tratta, dunque, di un modello fortemente orientato alla cultura del merito, diretto a premiare manager (che assumono inizialmente il ruolo di Searcher, come più avanti precisato) e aziende di valore (le cd. Società Target). Queste ultime, in particolare, sono prevalentemente di piccole o medie

[15] Center for Entrepreneurial Studies https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/case-studies/2024-search-fund-study.
[16] International Search Fund Center: https://www.iese.edu/insight/articles/search-funds-global-growth.
[17] Sono 17, secondo le rilevazioni menzionate, contro i 6 censiti al 31.12.2021.
[18] Esistono, in verità, anche nei Search Fund modelli c.d. di *reverse pitching* ovvero casi nei quali il pool di investitori risulta precostituito allo scopo di finanziare sistematicamente operazioni di *Entrepreneurship Through Acquisition* intese come una specifica *asset class* che, per essere alimentata, vede gli investitori adoperarsi per trovare i manager anziché il contrario.

dimensioni con ricavi e *cash flow* tendenzialmente stabili, operano in settori che non richiedono ingenti investimenti in immobilizzazioni e possiedono quote difendibili all'interno di un mercato non concentrato in poche imprese e con prospettive di crescita a fronte di potenzialità inespresse.

L'Italia vanta un assetto produttivo che, specialmente in molti settori di nicchia, presenta altissime competenze industriali e si posiziona ai vertici su scala globale[19] ma che, nello stesso tempo, vede la relativamente scarsa presenza di manager professionali, proprietà delle aziende concentrata nelle mani di imprenditori con età avanzata e limitate prospettive di efficaci passaggi generazionali, sovente ancorate alle dimensioni del mercato domestico. Oltretutto, sebbene in Italia operino pregevoli scuole di management[20], sono ancora molti i giovani di valore e promettenti costretti ad emigrare per ottenere soddisfazioni professionali[21].

Eppure, a dispetto delle favorevoli circostanze appena menzionate, si osserva una certa diffidenza al primo approccio con un *search fund*, tanto da parte degli imprenditori che vengono contattati, quanto dai consulenti chiamati ad accompagnarli in certe decisioni, tipicamente il commercialista di loro fiducia.

Questa iniziale riottosità, a volte ostativa all'avvio di qualsivoglia trattativa, forse deriva da alcune convinzioni radicate nella mentalità degli imprenditori italiani e dalla ridotta conoscenza dello strumento, stante la sua diffusione ancora limitata, da parte dei professionisti.

Si pensi, ad esempio, all'identikit di un *search fund* nella fase di *scouting*, ovvero quando si presenta a una potenziale azienda target proponendole l'interesse per un'acquisizione maggioritaria o totale: a presentarsi è solitamente una società a responsabilità limitata di recente costituzione, priva di iscrizione ad albi o elenchi, avente per oggetto l'assunzione di partecipazioni pur senza possederne ancora nessuna, dotata di un capitale esiguo e guidata da un giovane manager spesso amministratore unico.

È comprensibile che, in questi casi, tanto a un imprenditore di lungo corso che al suo commercialista possano sorgere dubbi sulla affidabilità dei potenziali interlocutori.

Al fine di incrementare l'appeal di un *search fund*, occorre, però, rilevare quanto segue:

- si tratta di una semplice società a responsabilità limitata perché l'attività dei *search fund* in Italia non è attualmente regolamentata e vigilata delle autorità finanziarie;
- si tratta di una società di recente costituzione, priva di partecipazioni in portafoglio, proprio perché è stata costituita per acquisirne una;

[19] Per un'efficace rassegna dei primati italiani si rinvia al dossier annuale di Fondazione Symbola *L'Italia in 10 Selfie*: https://symbola.net/collana/italia-in-10-selfie/.
[20] Gli MBA di MIP-Politecnico di Milano come pure quelli di Bologna Business School, SDA Bocconi, Luiss e MIB, per citare solo i programmi offerti dalle più note business school, godono di un'ottima reputazione anche a livello europeo (*Cfr.* QS Global Rankings).
[21] Stando ai dati del Rapporto Annuale 2023-ISTAT Nel decennio 2012-2021 sono circa 120mila i giovani espatriati di 25-34 anni in possesso della laurea. Nello stesso periodo, i rimpatri di giovani laureati della stessa fascia d'età sono stati 41mila. La differenza tra i rimpatri e gli espatri dei giovani laureati è costantemente negativa e restituisce una perdita complessiva per l'intero periodo (nota come "fuga di cervelli") di oltre 79mila giovani laureati.

- la società ha un ammontare modesto di capitale dal momento che le servirà solo a coprire le spese di mantenimento fino alla conclusione del processo di ricerca della target;
- che il soggetto di relativamente giovane età che ne è a capo è colui il quale, in forza del suo background, ha convinto gli investitori a sostenerlo nel progetto, sottoscrivendo un impegno in tal senso;
- è plausibile che tali investitori, essendo di matrice professionale, provengano dai principali *hub* finanziari.

Questo set informativo può risultare di particolare interesse anche per i professionisti che, trovandosi ad affiancare aziende rientrate nel "*radar*" di un *search fund*, possono trovare giovamento nell'approfondire la conoscenza di questi operatori. Soltanto liberandosi di alcuni preconcetti, è possibile fornire un concreto supporto alle loro aziende clienti, aiutandole a superare incomprensioni e fraintendimenti.

3.3.1. Potenziali target

Allo scopo di comprendere al meglio le potenzialità dello strumento e le possibilità di utilizzalo, è fondamentale capire quali possano essere le imprese naturalmente candidabili al ruolo di società target per un *search fund*.

Le PMI nella struttura industriale italiana

Come anticipato in premessa, la società ideale per un *search fund* è tipicamente una PMI giunta nella fase di maturità che non abbia però ancora pienamente sfruttato tutte le sue potenzialità, sia di mercato che di prodotto oppure, infine, di tecnologia.

All'interno di questo profilo, rientra a ben vedere un'ampia parte delle aziende italiane: secondo il Rapporto Cerved 2023, in Italia soddisfano infatti i requisiti di PMI (numero di dipendenti, fatturato e attivo di bilancio) ben 163.794 società: di queste, 134.264 sono piccole imprese (cioè con non più di 10 milioni di fatturato o non più di 10 milioni di attivo patrimoniale e non più di 50 dipendenti) e 29.530 sono medie aziende (cioè con non più di 50 milioni di fatturato o non più di 43 milioni di attivo patrimoniale e non più di 250 dipendenti).

Le PMI rappresentano il 18,3% delle imprese che hanno depositato un bilancio valido e impiegano 4,7 milioni di addetti. Con riferimento ai dati aggregati, le PMI hanno generato un giro d'affari superiore ai 900 miliardi di euro, hanno prodotto un valore aggiunto pari a 210 miliardi di euro e hanno totalizzato un'esposizione complessiva verso gli istituti di credito di oltre 200 miliardi di euro.

A livello dimensionale, è possibile considerare che siano teoricamente di potenziale interesse per un *search fund* tutte le aziende che rientrano nella definizione di piccole imprese (oltre 134.000 in Italia) nonché le aziende nella fascia dimensionalmente più contenuta di quelle qualificabili come medie imprese (vale a dire aziende con un fatturato compreso tendenzialmente tra 10 e 20 milioni e/o con un EBITDA compreso tra 1 e 3 milioni di euro).

Le medie imprese con un EBITDA superiore a 3 milioni di euro rientrano già tra quelle appetibili per fondi di Private *Equity*, mentre perdono appeal per i *search fund*, i quali hanno tipicamente a disposizione risorse da investire molto più limitate rispetto ai fondi di private *equity*. Allo stesso tempo, occorre considerare che i *search fund* tendono a non manifestare interesse nelle società in fase di start-up, cioè aziende che non hanno ancora dimostrato la loro capacità di operare stabilmente nel proprio mercato di riferimento.

Al contrario dei fondi di venture capital, che ragionano in un'ottica di portafoglio e investono in un numero rilevante di società in fase di start-up, garantendosi un rapporto rischio / rendimento adeguato mediante una opportuna diversificazione degli investimenti, il *search fund* (e con esso il suo "*searcher*") investono ampia parte delle proprie risorse, anche di natura reputazionale, sulla singola azienda prescelta, la quale pertanto deve già aver dimostrato la propria capacità di stare sul mercato e di resistere alle avversità.

Alcune caratteristiche ricorrenti

I *searcher* considerano con attenzione le aziende che abbiano già dimostrato di saper stare sul mercato in maniera stabile e redditizia e che si caratterizzino per una marginalità (calcolata come rapporto tra EBITDA e fatturato) non inferiore al 10%. Quest'ultima percentuale è, però, soltanto indicativa poiché, chiaramente, essa deve essere declinata in funzione del settore di appartenenza dell'azienda target: l'elemento differenziale nelle decisioni di investimento dei *search fund* è primariamente riconducibile alla capacitò dell'azienda target di ottenere margini di profitto quantomeno in linea con la media dello specifico settore di riferimento. Per quanto concerne i modelli di business, i *search fund* tendono a preferire quelli business to business (B2B) rispetto a settori consumer (B2C), poiché questi ultimi richiedono rilevanti sforzi di marketing e, inoltre, sono spesso legati a dinamiche di consumo poco prevedibili o modificabili da parte dell'azienda. Dal punto di vista del governo aziendale, è importante evidenziare che tipicamente un *searcher* è interessato a ricoprire ruoli esecutivi (collegiali o, meglio, monocratici) nell'azienda target perché molto spesso si tratta di un manager o di un professionista dal track-record di eccellenza che intende intraprendere un percorso da imprenditore vero e proprio. Per tale ragione, l'opzione *search fund* può risultare di particolare interesse in special modo nei casi in cui l'azienda target si caratterizzi per problemi di passaggio generazionale nella compagine societaria.

Schema di sintesi dei requisiti

Volendo provare a elencare, in maniera sintetica, alcuni parametri che normalmente definiscono le variabili di interesse di un *search fund*, è possibile far riferimento a quanto riportato nella tabella seguente.

Tabella 1 - Caratteristiche delle imprese e delle operazioni di interesse per search fund

Dimensioni	Ricavi compresi tra i 5 e i 25 milioni di euro, EBITDA almeno pari al 10% dei ricavi in percentuale e a 1 milione di euro in valore assoluto.
Settore industriale	Preferibilmente settori "B2B", con basso rischio normativo e tecnologico, limitata necessità di investimenti tecnici (Capex), possibilità di espansione all'estero e di aggregazione in altre aziende.
Situazione aziendale	Necessità di passaggio generazionale e/o di guida della generazione futura, solida reputazione aziendale, modello di business consolidato e comprovato, base clienti diversificata, potenzialità di crescita, presenza di vantaggi competitivi.
Orizzonte di investimento ed Exit	Tendenzialmente, l'orizzonte di investimento è lungo, frequentemente compreso tra 4-7 anni, in linea con quanto accade per i fondi di *private equity*. L'*exit* più diffusa è la vendita ad un altro investitore finanziario oppure a un soggetto industriale. Più raramente di procede a una cessione sul mercato borsistico attraverso un'IPO.

3.3.2. Attori coinvolti

L'ingresso di un *search fund* è molto simile – in termini di processo e di attori coinvolti – all'ingresso di un normale fondo di *private equity*. La principale differenza fra le due tipologie di investitori è data dalle dimensioni aziendali, tipicamente più piccole nel caso del *search fund*, e dal tendenziale disimpegno complessivo dell'imprenditore (laddove invece, per i fondi di private *equity* tende ad essere fondamentale investire in aziende ove sia presente un imprenditore "forte" in grado di guidare il futuro sviluppo della sua azienda).

Vediamo quindi chi sono gli attori coinvolti nell'operazione, oltre ovviamente alle aziende destinatarie di cui si è già detto nel paragrafo precedente.

Searcher

Il *searcher* – cioè il promotore del *search fund* cui compete la responsabilità di cercare l'azienda target nella fase di sc*outing* e poi di gestirla, ad acquisizione avvenuta – il più delle volte proviene dal mondo della consulenza strategica e aziendale, dispone di esperienze manageriali pregresse e un alto grado di formazione alle spalle. Il *search fund* consente a costui/costei di reperire le risorse finanziarie propedeutiche all'acquisizione di una società che altrimenti il *searcher* da solo non avrebbe a disposizione.

Investitori

Le caratteristiche chiave dell'investitore nei *search fund* sono, da un lato, la flessibilità per comprendere il progetto e gli orizzonti di lungo periodo dell'investimento e, dall'altro, la solidità per accettare il maggior rischio dell'investimento in una singola azienda anziché in un portafoglio

diversificato, come invece avviene per i fondi di private *equity*. Il premio per la pazienza e per l'avversione al rischio è evidentemente un rendimento che può risultare *ex post* anche molto elevato.

Di norma, il capitale viene versato dagli investitori in due step, vale a dire un investimento iniziale a sostegno della ricerca dell'azienda target (cioè, le spese vive sostenute dal *searcher*, il suo compenso e successivamente le spese per gli advisor che effettueranno le opportune due diligence), a cui fa seguito il versamento, più significativo, del capitale per la finalizzazione dell'operazione.

La tipologia di investitori, in generale, può includere anche investitori seriali in *search fund* (secondo la logica dei fondi di fondi): un esempio in Italia è Search Fund Club. Altri investitori sono tipicamente HNWI (*high-net-worth individuals*), *family office* o altri fondi di private *equity*, *ex* imprenditori che conoscono bene il settore dell'azienda Target (in particolare in caso di *search fund* focalizzati su uno specifico settore). Il *fil rouge* che accomuna sempre gli investitori in *search fund* è comunque quello di un capitale intelligente e paziente, ben diverso da quello di chi aspira ad investimenti a basso rischio e a ritorno immediato. Raramente gli Investitori sono banche, SGR o altri soggetti istituzionali, che hanno profili di investimento lontani dalla flessibilità richiesta per un *search fund*.

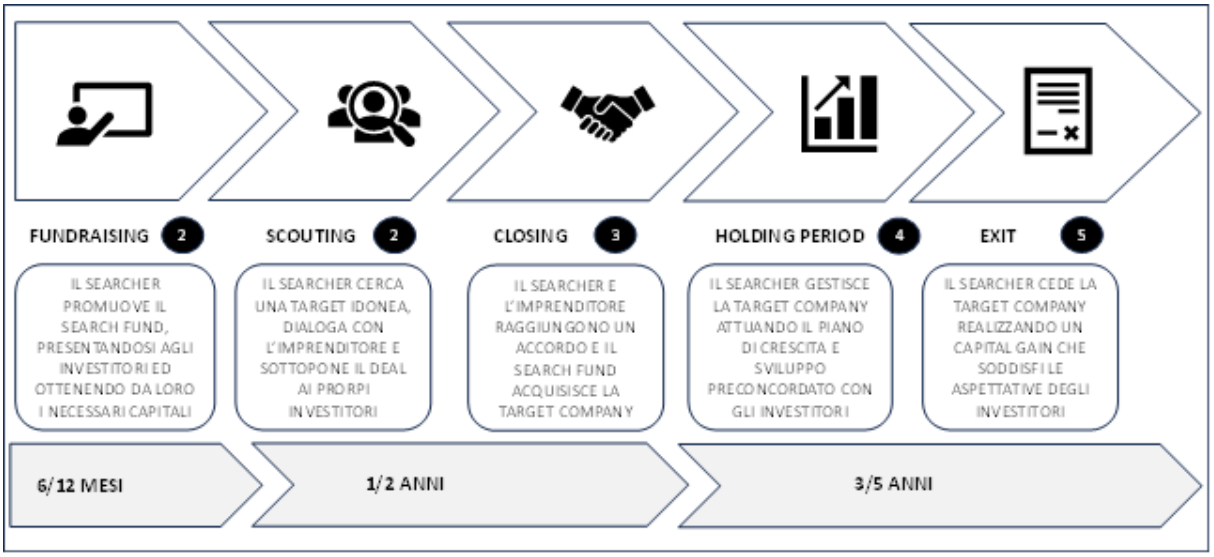
Advisor

Ovviamente, sia in ottica *buy-side* (cioè per assistere il *search fund*) che *sell-side* (per assistere l'azienda target), è necessario ed opportuno che siano coinvolti degli *advisors* esperti nella gestione e negoziazione di operazione di questo tipo. Si tratta di *advisors* finanziari e fiscali (studi di Dottori Commercialisti con esperienza specifica o boutique di M&A dedicate) e di studi legali. Tutti questi soggetti dovranno intervenire nelle fasi di competenza dell'operazione come vedremo nel paragrafo successivo.

3.3.3. Tempistica della procedura

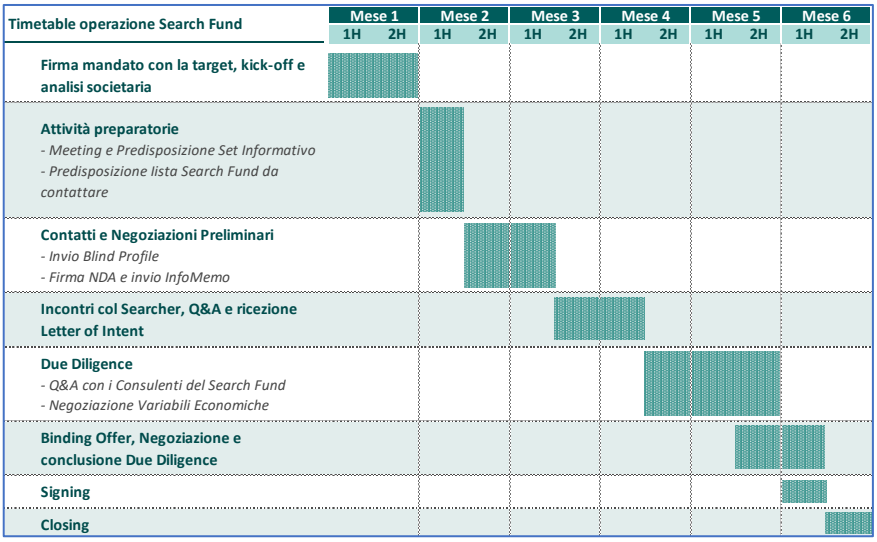
Anche le principali fasi della procedura sono sostanzialmente molto simili a quelle di una normale operazione di private *equity*, al netto delle differenze già evidenziate e cioè della presenza di un *searcher* che non intende investire in un imprenditore ma piuttosto sostituirlo. Questa circostanza rende un po' più semplice il percorso perché non è necessario testare la capacità dell'imprenditore di guidare l'azienda nel corso del periodo di investimento (*holding period*). Come già precisato nel paragrafo precedente, infatti, il piano industriale e strategico di crescita sarà quello del *searcher* e non quello dell'imprenditore uscente.

Figura 5 - Fasi di vita di un search fund



La figura sottostante evidenzia tutte le fasi di una possibile operazione dal punto di vista dell'azienda target e dei suoi advisor. La durata è mediamente pari a circa sei mesi, per un processo che inizia senza aver già identificato il *search fund*, ma può risultare ben più rapida qualora la negoziazione trovi impulso direttamente a seguito della attività di scouting del *searcher*. Il processo potrebbe, al contrario, caratterizzarsi per una durata significativamente maggiore in caso di aziende poco strutturate e quindi poco propense a subire una due diligence. oppure in caso di negoziazioni dei contratti legali particolarmente complessi: in questi casi, la tempistica potrebbe arrivare a 12 mesi e oltre.

Figura 6 - Tempistica di un'acquisizione da parte di un search fund



3.3.4. Aspetti contabili, fiscali e ruolo del professionista

L'operazione di finanza innovativa in oggetto non presenta peculiarità dal punto di vista contabile o fiscale, concretizzandosi nella maggior parte dei casi nell'acquisto della totalità dell'*equity* da parte del *search fund* e nell'affidamento quindi della direzione della *target* a favore del *searcher*. Solitamente, senza obblighi di reinvestimento da parte dell'imprenditore originario, è possibile prevedere il mantenimento temporaneo da parte dell'imprenditore di un ruolo apicale o consultivo, spesso remunerato anche mediante clausole di *earn-out*. Non si può escludere l'opzione che l'acquisizione della target avvenga mediante parziale ricorso alla leva finanziaria, ancorché la cubatura delle operazioni spesso non giustifichi il ricorso a una provvista di terzi. In queste ipotesi, le tematiche che possono aprirsi in capo all'azienda sono le medesime che si affrontano in presenza di un'operazione di *Leverage Buy Out*, e in tal senso si rinvia ad altra dottrina che specificatamente affronta le tematiche relative[22].

Ciò premesso, per l'imprenditore, così come per la compagine societaria originaria, potrebbe risultare di particolare favore accedere alla rivalutazione fiscale delle proprie quote o azioni. Originariamente prevista con gli artt. 5 e 7 della l. 448/2001, la possibilità di procedere alla rivalutazione fiscale del valore di partecipazioni sociali (non quotate) detenute, non in regime d'impresa, dalle persone fisiche (e dalle società semplici), consente di incrementare il costo fiscalmente riconosciuto delle partecipazioni a fronte del pagamento di un'imposta sostitutiva. Tale facoltà è stata riproposta diverse volte, da ultimo con la legge di Bilancio 2024[23], con riferimento alle partecipazioni detenute alla data del 1° gennaio 2024.

Per quanto nel corso delle continue riproposizioni l'aliquota dell'imposta sostitutiva sia di volta in volta aumentata, rendendo l'affrancamento meno conveniente, un rapido calcolo consente di fissare il break-even di convenienza dell'operazione di affrancamento. Prescindendo dagli effetti finanziari connessi alla rateizzazione dell'imposta sostitutiva, in presenza di una plusvalenza potenzialmente pari o superiore al 61,5% rispetto al prezzo di vendita della partecipazione (leggasi un prezzo pari o superiore a 1,6 volte il costo fiscale della partecipazione), la rivalutazione può infatti rappresentare un'alternativa economicamente vantaggiosa rispetto all'ordinaria tassazione del capital gain realizzato. Ciò si verifica anche nella circostanza in cui la cessione interessi solo una quota parziale della partecipazione detenuta, evento questo meno probabile nel caso di specie, ma astrattamente ipotizzabile nell'ipotesi in cui la negoziazione tra le parti porti ad accordi che prevedano l'acquisizione del controllo e quindi, in termini differiti, della quota residuale a un prezzo che tenga conto dei risultati ottenuti[24].

---

[22] KAPLAN STEVEN N., STROMBERG, P. (2009), "Leveraged Buyouts and Private Equity." *Journal of Economic Perspectives* 23 (1): 121–46; RENNEBOOG L., VANSTEENKISTE, C., "Leveraged Buyouts: A Survey of the Literature" (January 1, 2017). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 492/2017; IVASHINA V., KOVNER A. (2011), "The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking", *The Review of Financial Studies*, 24 (7): 2462–2498.

[23] Legge 30 dicembre 2023, n. 213.

[24] Con riferimento al trattamento fiscale di tale ipotesi di rivalutazione parziale, si rinvia alla Circolare Ministeriale 81/2002 richiamata ancora in più recenti chiarimenti da parte dell'Agenzia delle Entrate.

Figura 7 - L'approccio alla rivalutazione

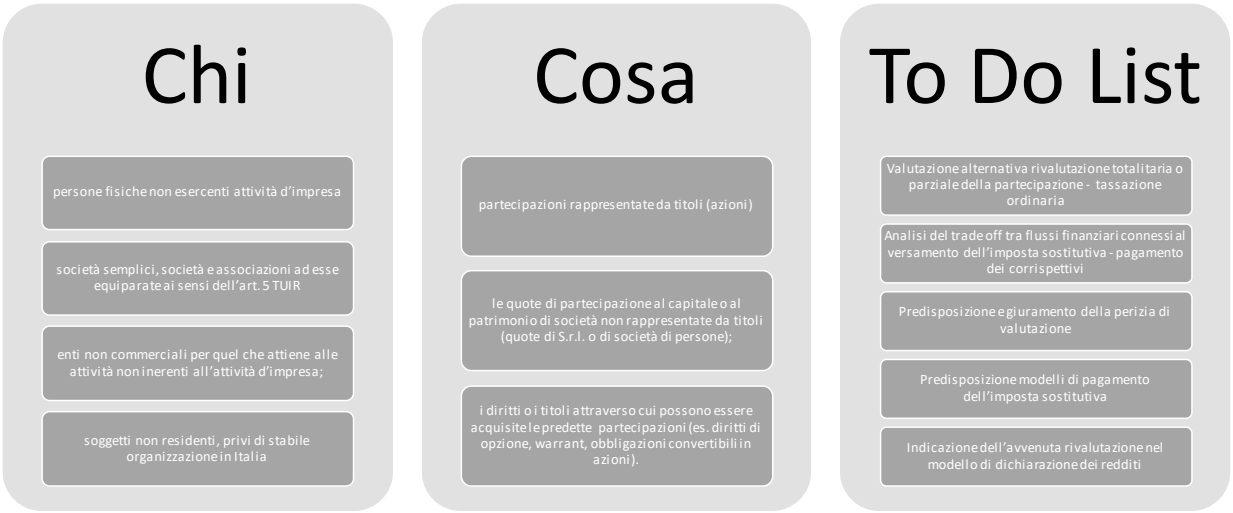
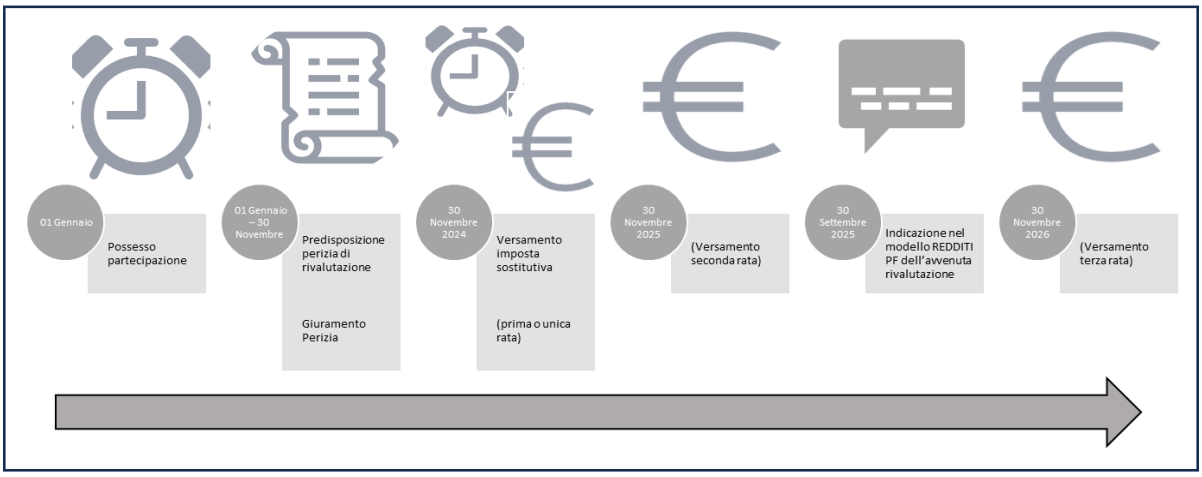


Figura 8 - Processo logico della rivalutazione quote (calendario *ex* d.l. 113/2024)



Diverso è il caso in cui a monetizzare la partecipazione societaria non sia una persona fisica ma una società. In tale circostanza, diviene opportuno verificare la sussistenza delle condizioni affinché l'operazione possa usufruire del regime agevolativo di cui all'art. 87 del TUIR (cosiddetta "*Partecipation Exemption*"). Il beneficio, consistente nella detassazione del 95% della plusvalenza, presenta evidenti profili di vantaggio, ancorché una stima complessiva del carico fiscale dell'operazione debba necessariamente considerare la successiva tassazione dell'utile distribuito in capo alla persona fisica.

Altro elemento non irrilevante da considerare per il professionista coinvolto è la verifica della presenza nel compendio aziendale di eventuali "*surplus asset*". Che si tratti di elementi più o meno palesemente estranei al core business dell'impresa target, l'esistenza e la consistenza degli stessi sono elementi che potrebbero infatti rallentare, se non addirittura compromettere, il buon esito dell'operazione. Un esame approfondito della composizione dell'attivo risulta pertanto fondamentale, valutando quindi quale strada perseguire per una economica "estromissione" dal compendio aziendale del o degli asset

eventualmente individuati. L'attenzione può e deve essere posta quantomeno sugli asset immobiliari aziendali. L'immobile può certamente rappresentare un investimento strategico per collocazione o per altre caratteristiche, ma non è da escludere che lo stesso possa rappresentare, presto o tardi, un "collo di bottiglia" per i piani di sviluppo aziendale, imponendo nel tempo un disinvestimento e l'orientamento a una soluzione di utilizzo alternativa o più adeguata. Non va peraltro dimenticato il fatto che le società target che vengono attenzionate dal *search fund*, come già ricordato, sono spesso realtà di piccole dimensioni e con significativi potenziali di crescita. In tali condizioni, un investimento immobiliare potrebbe ben rappresentare una quota preponderante, seppur strategicamente non essenziale, nella determinazione del valore dell'azienda. Per l'imprenditore si potrebbe quindi presentare l'opportunità di segregare gli asset immobiliari in un'entità giuridicamente ed economicamente autonoma, la cui sostenibilità economica e finanziaria potrebbe a sua volta transitare attraverso la stipula di un contratto di affitto, con la società target nel ruolo di conduttrice.

In tale ipotesi, le strade percorribili sono diverse: un'operazione di scissione potrebbe rappresentare una soluzione di scarso impatto fiscale, pur presentando procedimenti più articolati rispetto a una ordinaria cessione. Opportuno, peraltro, un attento monitoraggio dei riflessi patrimoniali che tale disinvestimento potrebbe indurre (si pensi ad esempio alla presenza di garanzie di carattere ipotecario). In alternativa, è possibile considerare la cessione del bene immobile o l'assegnazione agevolata ai soci, per i quali si potrebbero presentare profili di convenienza, nel caso di possibile ricorso a eventuali norme agevolative (quali, ad esempio, quella di cui alla Legge di Bilancio 2023[25].

I "*surplus asset*", tuttavia, possono di fatto presentarsi in varie forme, da quelle più semplici a quelle più articolate, e quindi potrebbero essere anche individuati in aree di business ritenute non strategiche, la cui estromissione dal compendio aziendale e segregazione in autonome entità giuridiche potrebbe ben presentare un obiettivo economico ulteriore.

[25] Legge 29 dicembre 2022, n. 197.

PARTE IV

Turnaround / ristrutturazione

4.1. Gli Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP)

La costante ricerca di risorse finanziarie da parte delle imprese, volte a coprire il fabbisogno di capitale circolante e capitale fisso, e il sempre più difficile reperimento di capitali attraverso i canali tradizionali, nonché la necessità di favorire il processo di ricapitalizzazione delle aziende per il tramite di nuovi investitori, ha indotto il legislatore a regolamentare tipologie di strumenti finanziari più innovativi rispetto a quelli tradizionali.

A tale proposito, di recente introduzione nel nostro ordinamento giuridico, e precisamente a seguito della Riforma del diritto societario disciplinata dal d.lgs. 6/2003, si collocano gli **"Strumenti Finanziari Partecipativi" ("SFP")**. Ai sensi dell'art. 2346, comma 6 c.c., alle Società per Azioni, oltre all'emissione di titoli azionari rappresentativi del capitale di rischio pieno, è data la possibilità statutaria di emettere **strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti**. Tali strumenti finanziari possono essere trattati, a seconda della tipologia di diritti associati ad essi, come **titoli di rischio o di debito**, ossia possono essere emessi a fronte di una pura operazione di finanziamento con obbligo di restituzione oppure con facoltà di conversione in capitale di rischio del loro controvalore: in altri termini, gli SFP rappresentano una sorta di **strumenti finanziari "ibridi"** che vanno oltre il classico schema di remunerazione del capitale basato sul dividendo o sulla cedola di interessi, rispettivamente prevista nel caso del capitale di rischio, di obbligazioni o di debito bancario. L'emissione degli SFP avviene a seguito dell'apporto contrattuale da parte dei soci o di terzi anche di opere o servizi. L'apporto può avere ad oggetto sia beni conferibili, ai sensi dell'art. 2342 c.c., sia altre prestazioni non conferibili, con il limite rappresentato dalla necessità che l'apporto abbia per oggetto una prestazione dotata di valore economico per la società emittente. Altro importante aspetto degli SFP deriva dal fatto che non sono imputati a capitale.

Gli SFP, nell'intento del legislatore, offrirebbero alle società per azioni, che spesso presentano un basso livello di capitalizzazione e uno sbilanciamento verso il finanziamento bancario, la possibilità di diversificare i canali di reperimento delle risorse finanziarie coinvolgendo il private *equity*, investitori questi ultimi in grado di apportare non soltanto capitali ma anche competenze plurime, utili soprattutto per imprese interessate da delicate fasi di discontinuità gestionale connesse, sia a percorsi di avvicinamento al mercato dei capitali, sia a operazioni di *restructuring* volte al superamento di situazioni di crisi. In linea con gli scopi del presente lavoro, l'analisi degli SFP qui svolta prevede un breve richiamo civilistico sulla natura contrattuale e sulla loro regolamentazione giuridica, oltre ad un approfondimento riguardo al trattamento contabile e fiscale di tali strumenti.

In particolare, il presente paragrafo si suddivide in tre sezioni: a) destinatari e attori coinvolti; b) tempistica della procedura, aspetti civilistici, contabili e fiscali; c) il ruolo del professionista in tali operazioni.

Inoltre, si è ritenuto utile fornire anche un contributo operativo attraverso la presentazione di un *case study*. Particolare attenzione viene infine riservata agli aspetti procedurali dell'operazione, con

specifico riferimento all'accordo di ristrutturazione dei debiti (*ex* art. 182 *ex* legge fallimentare/Codice della crisi d'impresa, art. 57 d.lgs. 14/2019 – "CCII"), e al ruolo ricoperto dal professionista in tale ambito.

4.1.1. Destinatari e attori coinvolti

Con riferimento ai destinatari, o meglio ai soggetti giuridici cui è consentito emettere SFP, è possibile affermare che la disciplina civilistica di riferimento è caratterizzata da due distinti momenti temporali. A seguito della citata riforma del diritto societario, si individua un primo impianto normativo con un profilo regolamentare iniziale maggiormente restrittivo in cui la possibilità di emissione di SFP era riconosciuta esclusivamente alle società per azioni; solo successivamente la normativa, aggiornata a più riprese, ha esteso la possibilità di emettere SFP anche alle start-up e alle PMI Innovative, costituite sotto forma di società a responsabilità limitata. Nel voler focalizzare l'attenzione verso le società per azioni[26], è possibile declinare la concreta applicabilità di tali strumenti primariamente verso le imprese in stato di crisi, ovvero nelle società impegnate in operazioni di ristrutturazione del debito *ex* art. 57 CCCI, piano di ristrutturazione *ex* art. 64-*bis* CCCI e, in generale, per l'applicazione degli strumenti di regolazione della crisi. La platea dei soggetti coinvolti per l'emissione di SFP è dunque piuttosto variegata, in particolar modo se la stessa è connessa a un'operazione di ristrutturazione del debito e in generale di regolazione della crisi. Infatti, è opportuno tener presente che operazioni di tal genere richiedono l'intervento di attori interni ed esterni, di seguito richiamati.

Assemblea dei soci

L'assemblea dei soci assume un ruolo determinante nei seguenti momenti:

- modifiche dello statuto societario con previsione di clausole specifiche per l'emissione di SFP (assemblea straordinaria);
- attribuzione di specifiche deleghe all'organo amministrativo per l'emissione di SFP (assemblea ordinaria).

Organo amministrativo

L'organo amministrativo assume un ruolo determinante nelle seguenti circostanze:

- delibera di emissione degli SFP (in luogo della deliberazione da parte dell'assemblea);
- gestione operativa della corretta esecuzione delle manovre indicate nel piano di *restructuring;*
- eventuale nomina di un membro dell'organo amministrativo da parte dei soggetti finanziari che sottoscrivono gli SFP.

[26] In linea con gli obietti del lavoro, non si è tenuto conto volutamente della categoria Startup e PMI Innovative, in quanto tipicamente non interessate dal ricorso a SFP per operazioni di ristrutturazione.

Organo di controllo

L'organo di controllo, nell'ambito delle sue funzioni è tenuto a svolgere le seguenti attività:

- verifica del rispetto delle previsioni dello Statuto;
- eventuale nomina di componenti nell'organo di controllo da parte dei soggetti finanziari che sottoscrivono gli SFP.

Soggetti finanziatori

In linea generale, i soggetti finanziatori potenzialmente interessati a sottoscrivere un SFP potrebbero essere i seguenti:

- banche: sottoscrizione di un SFP il cui apporto è rappresentato dalla conversione del credito verso la società. In sostanza, la società a seguito di tale operazione, ottiene un rafforzamento patrimoniale per effetto della conversione di un debito in uno strumento di "quasi *equity*" opportunamente rilevato tra le riserve di patrimonio netto;
- soci*:* sottoscrizione di un SFP da parte di soci titolari di crediti verso la società. Come per i debiti verso banche, anche in tale circostanza la società, nel convertire il debito verso soci in SFP *equity oriented,* consegue il beneficio del rafforzamento patrimoniale[27];
- altri soggetti: considerata l'ampia autonomia riconosciuta alla società emittente, gli SFP possono essere sottoscritti anche da numerosi altri soggetti, come ad esempio personale dipendente, investitori, manager, ecc. Tale casistica è riscontrabile più che altro nelle start-up e nelle PMI innovative. È invece molto meno frequente nei casi di *restructuring.*

***Advisor* legale**

Oltre alla redazione degli atti tipici di un'operazione di ristrutturazione finanziaria, l'*advisor* legale, generalmente, segue l'azienda cliente nella modifica dello Statuto, nella redazione sia della delibera assembleare che del regolamento di emissione, oltre nella redazione di eventuali altri atti societari.

***Advisor* finanziario**

La figura dell'*advisor* finanziario in un'operazione di *restructuring* assume un ruolo centrale nella formulazione del piano economico-finanziario di risanamento. Partecipando al team di consulenti della procedura, è attivamente coinvolto in tutte le altre fasi soprattutto nel caso in cui il regolamento SFP preveda che le modalità operative e di gestione di tali strumenti siano subordinate al rispetto di determinati indicatori di performance economico-finanziaria[28].

[27] È anche possibile riscontrare casi in cui lo SFP sottoscritto dai soci venga posto in pegno a garanzia del pool di banche che interviene nell'operazione di *restructuring.*
[28] Si pensi, ad esempio, alle clausole di conversione degli SFP collegate a livelli di EBITDA, Flussi di Cassa, ecc..

4.1.2. Tempistica della procedura, aspetti civilistici, diritti patrimoniali, diritti amministrativi, aspetti contabili e fiscali

Tempistica della procedura

L'operazione non è particolarmente strutturata, pertanto i tempi di perfezionamento dell'emissione di SFP possono essere relativamente brevi, nell'ordine di qualche settimana/mesi. I tempi potrebbero essere condizionati, eventualmente, dalle fasi negoziali che conducono alla regolamentazione interna mediante la formalizzazione del regolamento di emissione e delle relative clausole.

Aspetti civilistici

La principale disciplina civilistica della fattispecie in esame (SFP) è concentrata nell'art. 2346 comma 6 e nell'art. 2351 comma 5, contenuti nella Sezione V (del Capo V del Titolo V del Libro V) del codice civile, intitolata "*azioni e altri strumenti finanziari partecipativi".*

Il citato comma 6 dell'art. 2346 c.c. recita *"resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione".*

La prima questione di assoluto interesse è riferita all'apporto[29] ad opera del soggetto che sottoscrive gli SFP. Con riferimento all'oggetto dell'apporto, la peculiarità dello strumento in esame, rispetto alla disciplina civilistica ordinaria, è connessa alla possibilità di prevedere che la contropartita possa essere rappresentata da prestazioni d'opera o di servizi[30] o da altre prestazioni non conferibili nelle S.p.A.[31]

L'uso da parte del legislatore dell'avverbio "anche" nel testo dell'art. 2346 comma 6 lascia sottintendere che resta confermata la normale casistica in base alla quale l'apporto possa essere costituito dalle fattispecie previste dall'art. 2342 c.c., ovvero da denaro[32], beni in natura[33] e crediti.

Ulteriore aspetto degno di particolare rilevanza attiene ai diritti patrimoniali e amministrativi attribuiti agli SFP. La questione è stata ampiamente dibattuta in dottrina in quanto il legislatore, nel testo della norma e nelle successive interpretazioni [34], ha inteso assimilare la connotazione dei diritti amministrativi a quella dei diritti partecipativi[35], che per l'appunto qualificano la tipologia di strumenti

[29] Si evidenzia come il legislatore abbia utilizzato il termine "apporto" e non "conferimento"; tale fattispecie è riconosciuta esclusivamente per le azioni rappresentative della partecipazione al capitale sociale.
[30] L'art. 2342, comma 5 c.c. vieta espressamente che il conferimento in S.p.A. possa essere rappresentato da prestazioni di opera o di servizi.
[31] Es. *Know How,* consenso all'utilizzo del nome/brand, altri i*ntangibles*.
[32] L'apporto in denaro, in luogo del classico conferimento, garantisce l'invariabilità delle quote di partecipazione al capitale sociale sottoscritte dai soci.
[33] Nell'apporto di beni in natura rileva il profilo soggettivo, ovvero il soggetto che rende disponibile un bene alla società non assume lo status di socio, riservato esclusivamente a coloro che hanno effettuato conferimenti.
[34] Si veda Relazione Illustrativa del d.lgs. 6/2003.
[35] In questa accezione, la partecipatività non deve essere intesa come richiamo al concetto di partecipazione societaria, bensì come la possibilità di "partecipare" alla gestione dell'impresa da parte del sottoscrittore di SFP.

in esame, attribuendo, altresì, piena libertà statutaria per le modalità di assegnazione dei diritti connessi agli SFP.

Nella prospettiva di analisi dei diritti di partecipazione alla gestione dell'impresa, la suddetta questione assume risvolti delicati e articolati, soprattutto se contestualizzati nelle operazioni di *restructuring*, in considerazione delle seguenti circostanze. I diritti patrimoniali, insiti negli SFP, rappresentano una fattispecie inderogabile e dogmatica prevista dal codice; nel contempo, le regole interne di *Corporate Governance* e di partecipazione alla vita aziendale, a tutela di quei soggetti che tramite interventi finanziari intervengono nella fase di gestione della crisi e di risanamento, restano di competenza degli statuti societari[36] e di specifici regolamenti di emissione SFP.

Senza alcuna pretesa di esaustività, nel prosieguo proviamo ad analizzare gli aspetti degli assetti di governance aziendale che potrebbero manifestare maggiori criticità.

Diritti patrimoniali, diritti amministrativi e di partecipazione

L'analisi richiede uno sforzo preliminare necessario ad allargare l'ambito di osservazione alla pluralità di strumenti finanziari, intesi come risorse di capitale di rischio o di debito. Come sappiamo, gli SFP, in virtù della loro natura ibrida, si collocano in una posizione intermedia tra *equity* e debito. Gli strumenti finanziari di debito, pur riconoscendo ai titolari importanti diritti finanziari, quali ad esempio il diritto al rimborso del capitale e di maturazione di interessi, non attribuiscono veri e propri diritti patrimoniali, quali la partecipazione al capitale e agli utili societari, tipicamente di esclusiva competenza dei soci/azionisti, anche se è possibile estendere tali diritti ai titolari di SFP.

Con riferimento ai diritti amministrativi, una prima considerazione porta a ritenere che tali diritti possano essere attribuiti esclusivamente agli SFP *equity oriented*.

D'altra parte, come accennato in precedenza, l'esercizio del diritto di partecipazione alla gestione aziendale richiede come *conditio sine qua non* che vi sia necessariamente un intervento di rafforzamento patrimoniale.

Statuto societario, regolamento di emissione e organi societari competenti

Nella prospettiva del sottoscrittore di SFP *equity oriented*, è necessario che la società sia legittimata dallo statuto all'emissione di tali strumenti e che le relative modalità di gestione operativa siano disciplinate da specifico regolamento di emissione. Pertanto, tra gli elementi di maggior rilievo si evidenziano i seguenti:

- statuto societario: nel caso in cui lo statuto non preveda la possibilità di emettere Strumenti Finanziari Partecipativi, sarà necessario apportare una specifica modifica statutaria mediante delibera dell'assemblea straordinaria;[37]

[36] Come noto, l'inserimento di clausole statutarie *ad hoc* è momento conclusivo di lunghe e dibattute fasi negoziali tra le parti.
[37] Si ricorda che le modifiche statutarie sono assunte con deliberazione dell'assemblea straordinaria.

- regolamento di emissione: documento obbligatorio che disciplina le caratteristiche, il contenuto, i diritti, la durata, le condizioni e le modalità di emissione e di circolazione degli Strumenti Finanziari Partecipativi;
- delibera di emissione: l'emissione degli strumenti finanziari in esame può essere deliberata sia dall'assemblea dei soci che dall'organo amministrativo. Considerata la rilevanza di tale operazione in termini di impatto sul patrimonio sociale[38], l'organo deputato potrebbe essere l'assemblea. In ogni caso, non è esclusa la possibilità che l'emissione di SFP sia deliberata dall'organo amministrativo, a condizione che tale potere rientri tra quelli che gli sono stati conferiti dallo statuto o da specifica delibera dell'assemblea dei soci.

Diritti di voto

La questione attinente al diritto di voto per i titolari di SFP è materia alquanto dibattuta in dottrina, in considerazione di differenti interpretazioni delle disposizioni previste dal codice civile, con particolare riferimento all'art. 2346, comma 6 e all'art. 2351, comma 5 c.c..

L'art. 2346 comma 6 c.c. vieta in maniera netta il voto nell'assemblea generale degli azionisti ai titolari di SFP, mentre l'art. 2351, comma 5 c.c. precisa che gli Strumenti Finanziari Partecipativi possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificati. Come detto, in dottrina sono state proposte alcune tesi con posizioni contrapposte sul diritto di voto riservato ai titolari di SFP, considerato non ammissibile in base alla teoria ritenuta maggiormente autorevole[39].

La disamina tecnico-giuridica dei presupposti su cui si fondano le due differenti teorie non è oggetto di approfondimento del presente lavoro; pertanto, anche per ragioni di maggiore aderenza alle disposizioni legislative, è ragionevole assumere come condivisibile l'interpretazione per la quale i titolari di SFP, non potendo esprimere il proprio voto in sede di assemblea generale dei soci, dovrebbero presentare la propria espressione di voto nell'ambito di un'assemblea speciale riservata ai titolari tali strumenti, così come tra l'altro specificato dall'art. 2351, comma 5 c.c.: tale norma prevede l'attribuzione di diritto di voto su argomenti specificatamente indicati, oltre alla possibilità di nominare un componente del consiglio d'amministrazione o del consiglio di sorveglianza o del collegio sindacale.

Considerata la compresenza di un'assemblea generale degli azionisti e di un'assemblea speciale dei titolari di SFP potrebbero porsi alcune ulteriori criticità riferite ai seguenti aspetti:

- nomina del componente indipendente nell'organo amministrativo o di controllo, nel caso in cui la società abbia emesso differenti tipologie di SFP[40]. In ogni caso, resta ferma la possibilità di convocare un'assemblea promiscua tra le varie categorie di SFP e demandare allo statuto e al

[38] Il riferimento è chiaramente rivolto agli SFP con connotazione *equity*.
[39] Cfr. Massima n. 163 del 7/11/2017 Consiglio Notarile di Milano.
[40] Autorevole dottrina ritiene plausibile che, grazie all'autonomia statutaria, ogni categoria di SFP possa godere del potere di nomina di un amministratore o di un sindaco. (Cfr. "Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring", M. Busani – M. Sagliocca in *Opinioni di Diritto Societario in Le Società 8/2011).*

regolamento SFP le modalità operative di coordinamento, nonché di nomina del rappresentante nell'organo amministrativo o nel collegio sindacale;

- eventualità che lo statuto preveda clausole di subordinazione delle delibere assembleari; ovvero che alcune decisioni possano essere assunte dall'assemblea generale dei soci a condizione che vi sia il voto favorevole dell'assemblea speciale dei titolari SFP[41].

Con particolare riguardo alle operazioni di *restructuring*, le casistiche citate, ovvero la nomina di un rappresentante in seno all'organo di governance o di controllo, sono particolarmente diffuse da parte delle banche finanziatrici che intervengono nel piano di gestione della crisi e risanamento, sia individualmente che in *pool*. È frequente, infatti, la circostanza in cui gli istituti finanziatori, come azione prodromica al parere favorevole ai piani di ristrutturazione, manifestino l'intenzione di voler far valere pienamente i diritti amministrativi a loro riconoscibili entrando nel merito della gestione, soprattutto al fine di monitorare che il piano di *restructuring* approvato sia poi messo in atto nel rispetto delle condizioni discusse e approvate in sede di rilascio di parere favorevole al piano. Per tali esigenze, nella prassi operativa, soprattutto in contesti complessi, spesso gli istituti ritengono opportuna la presenza di un CRO (*Chief Restructuring Officer*), che svolge il duplice ruolo di persona di riferimento dei finanziatori e di coordinamento della fase esecutiva del piano di ristrutturazione.

Ulteriori disposizioni civilistiche

In tema di SFP, le ulteriori disposizioni civilistiche attengono alle seguenti casistiche:

- assegnazione di SFP a dipendenti *ex* art. 2349 c.c.: la società, in luogo dell'assegnazione di utili ai dipendenti, può assegnare – previa delibera dell'assemblea straordinaria – l'assegnazione di strumenti finanziari diversi dalle azioni. Infatti, la norma al comma 2 prevede che "*L'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai (prestatori di lavoro) dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o (anche di) diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto*";

- diritti dei titolari di SFP *debt oriented* assimilati ai diritti degli obbligazionisti *ex* art. 2411 c.c.: *"Il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società. I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società"*;

[41] Sul punto, si può far riferimento anche all'art. 2376 c.c. – Assemblee speciali – "*Se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata*".

- emissione di SFP in caso di patrimoni destinati ad uno specifico affare: come noto, ai sensi dell'art. 2447-*bis* c.c. una società può costituire uno o più patrimoni destinati ad affari specifici. Sul tema, il legislatore ha previsto, nel successivo art. 2447-*ter* c.c., che a fronte della costituzione di tali patrimoni destinati, la società possa emettere anche strumenti di partecipazione all'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono. L'attuabilità di tale fattispecie resta sempre subordinata alle previsioni da statuto ed alla delibera dell'assemblea straordinaria.

Aspetti contabili

Come finora evidenziato, lo strumento in esame ha natura atipica e presenta un'implicita duttilità formale e sostanziale, grazie alla autonomia statutaria concessa dal legislatore, nonché in ragione della qualificazione ad esso assegnata in termini di strumento di capitale o di debito.

Con riferimento agli aspetti di tale ultima casistica, ovvero strumenti finanziari di debito con obbligo di rimborso[42], non sembra possano esserci dubbi nell'affermare che il generale trattamento contabile di detta fattispecie debba ricadere nell'ambito delle disposizioni dell'art. 2424 c.c. e delle prassi indicate dal Principio Contabile OIC 19 - Debiti.

Sebbene lo schema dell'operazione di emissione di SFP possa presentare connotati simili all'emissione di un prestito obbligazionario, per la fattispecie in esame relativa alla presenza di SFP in operazioni di ristrutturazione, si ritiene che il debito finanziario insito nello SFP debba essere classificato nella voce D.5 dello stato patrimoniale (*Debiti verso altri finanziatori*) a seguito del tipico intervento di "nuova finanza" nell'operazione di *restructuring*[43].

Ulteriore fattispecie tipica degli Strumenti Finanziari Partecipativi è rappresentata dalla tipologia in cui, a fronte dell'apporto da parte del soggetto finanziatore, a quest'ultimo non consegua il diritto di ottenerne la restituzione. In altri termini, in mancanza dell'obbligo di rimborso l'SFP può considerarsi alla stregua di uno strumento di capitale e non di debito.

In questa accezione, emerge con chiarezza il punto dirimente riguardo all'impossibilità di trattare contabilmente gli SFP *equity oriented* come posta direttamente imputata a capitale. Ne consegue, quindi, che per tali strumenti la naturale collocazione contabile rimanga un'appostazione tra le riserve patrimoniali[44].

Come evidenziato nelle precedenti sezioni del presente documento, l'apporto può avere ad oggetto, oltre che denaro, anche beni materiali o immateriali, crediti e altri beni suscettibili di valutazione economica. A tal riguardo, una prima considerazione porterebbe a ritenere che per gli SFP possa essere

[42] L'obbligo di rimborso dovrebbe essere previsto nei documenti formali della procedura; ovvero, nelle previsioni statutarie, nelle condizioni previste dal regolamento di emissione, richiamate altresì dall'organo deliberante nella propria delibera (organo amministrativo o assemblea).

[43] In dottrina è stata riscontrata anche la tesi che assimila il debito finanziario da SFP al finanziamento soci. Cfr. E. ARTUSO, R. BOGONI, I. BISINELLA *"Concordato preventivo e strumenti finanziari partecipativi quale mezzo di composizione del passivo: i principali "riflessi" tributari della conversione del debito in SFP" in Diritto della Crisi – 30/09/2021.*

[44] Interessante l'accezione di "capitale di rischio allargato" proposta da M. TURCO *"Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi"* – Quaderno monografico n. 34 allegato fasc. 7-8/2005 Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale (R.I.R.E.A.).

applicabile per analogia la disciplina *ex* art. 2343 riferita ai conferimenti con riguardo alla valutazione economica ad opera di un esperto dei beni in natura, crediti, nonché prestazioni d'opera e servizi. La questione è piuttosto dibattuta in quanto entrambe le fattispecie condividono la destinazione a patrimonio netto, con la differenza che in caso di conferimento la naturale allocazione è rappresentata dal capitale sociale, mentre per l'apporto, come detto, la contropartita è da iscriversi tra le riserve statutarie.

Ulteriori riflessioni in merito alla necessarietà della valutazione economica dei beni apportati conducono, invece, a differenti conclusioni, privilegiando la tesi in base alla quale per l'apporto di beni in natura, crediti e altro non sia dovuta la perizia valutativa dell'esperto, in ragione del citato assunto che l'apporto è cosa ben diversa dal conferimento, così come dimostrato dal fatto che solo a quest'ultimo è riservata la possibilità di concorrere alle operazioni sul capitale sociale in senso stretto.

SFP e Nota Integrativa

Per le società emittenti SFP, è necessario riportare adeguata informativa in Nota integrativa ai sensi dell'art. 2427, comma 1, n. 19: *"La Nota Integrativa deve indicare, oltre a quanto stabilito da altre disposizioni…il numero e le caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società, con l'indicazione dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative"*.

Aspetti fiscali

Riguardo al tema oggetto di analisi, la disciplina fiscale è piuttosto articolata e basata su assunti sostanzialmente diversi rispetto alla disciplina civilistica. Infatti, se nelle disposizioni civilistiche ciò che rileva è la qualificazione dell'apporto, per la normativa fiscale assumono rilevanza, invece, gli effetti economici successivi generati dal suddetto apporto. In altri termini, ai fini fiscali ciò che rileva è la remunerazione riconosciuta ai titolari di SFP, ma ancor di più è di fondamentale importanza la modalità di definizione della stessa, ovvero se la remunerazione degli SFP è ancorata esclusivamente all'andamento economico della società. Una tale qualificazione trova immediato parallelo con i dividendi e, conseguentemente, porta gli SFP sullo stesso piano delle azioni; pertanto, anche il trattamento fiscale degli SFP, per analogia, seguirebbe il medesimo trattamento fiscale anche in presenza di formale previsione di restituzione integrale di quanto apportato[45].

Diversa è la fattispecie in cui gli SFP siano fiscalmente assimilati alle obbligazioni, dal momento che in tal caso, detti strumenti non generano distribuzione di utili, bensì cedole relative a interessi.

Nel tentativo di sintetizzare le varie casistiche di trattamento fiscale, rinviamo alle seguenti tabelle:

[45] Cfr. Circolare AdE n. 26/E del 16 giugno 2004.

SFP equity oriented

Società emittente SFP	Percettore Persona Fisica	Percettore Persona Giuridica
Art. 109, comma 9, lett. a) TUIR: *Indeducibile la remunerazione da strumenti finanziari per la quota di essa che direttamente o indirettamente comporti la partecipazione ai risultati economici dell'impresa*	**Art. 44, comma 2, lett. A) TUIR Persona fisica senza attività d'impresa (assimilazione a partecipazione non qualificata):** Art. 27 d.P.R.600/1973 Ritenuta alla fonte 26% **Assimilazione a partecipazione qualificata:** Ritenuta alla fonte 26 % **In presenza di regime PEX:** Ritenuta alla fonte 26 %	**Regime PEX – art. 89, comma 2 TUIR:** *Gli utili distribuiti, in qualsiasi forma e sotto qualsiasi denominazione…non concorrono a formare il reddito dell'esercizio in cui sono percepiti in quanto esclusi dalla formazione del reddito della società o dell'ente ricevente per il 95% del loro ammontare. Imponibile limitato al 5%.*

Cessione SFP

Cedente Persona Fisica	Cedente Persona Giuridica
Persona fisica senza attività d'impresa **(assimilazione a partecipazione non qualificata): Ritenuta alla fonte 26 %** **Assimilazione a partecipazione qualificata: Ritenuta alla fonte 26 %**	**Regime PEX – art. 89, comma 2:** *Gli utili distribuiti, in qualsiasi forma e sotto qualsiasi denominazione…non concorrono a formare il reddito dell'esercizio in cui sono percepiti in quanto esclusi dalla formazione del reddito della società o dell'ente ricevente per il 95% del loro ammontare. Imponibile limitato al 5%.*

SFP debt oriented

Cedente Persona Fisica	Cedente Persona Giuridica
Persona fisica senza attività d'impresa: **Ritenuta alla fonte 26%** (se durata SFP > 18 mesi) Con attività d'impresa **Art. 64 TUIR Reddito d'impresa**	**Art. 109 TUIR Reddito d'impresa**

4.1.3. Ruolo del professionista

Fino a qualche anno fa, gli SFP sono stati scarsamente utilizzati nella prassi, probabilmente a causa di una non completa conoscenza degli stessi. Negli ultimi anni, invece, tali strumenti hanno subito un forte impulso e un diffuso utilizzo soprattutto nelle operazioni di risanamento aziendale, probabilmente in virtù della incentivante opportunità per gli istituti finanziatori di vedere maggiormente tutelato il loro credito verso la società coinvolta, ancor di più in una delicata fase di gestione e superamento di crisi. Nel contempo, per l'impresa in crisi il positivo effetto finale che consegue a tutta l'operazione, ovvero la conversione a riserva di un debito finanziario, rappresenta un interessante opportunità di rafforzamento patrimoniale.

In considerazione di quanto sopra, il professionista potrebbe assumere un ruolo fondamentale nella strutturazione generale dell'operazione di emissione di SFP e nell'assistenza all'azienda cliente in veste di advisor finanziario per la predisposizione del piano e relativa manovra finanziaria.

Ulteriore opportunità potrebbe essere riferita all'eventualità di assistere l'impresa nella fase di *execution* del piano strategico di risanamento.

In conclusione, si ritiene che con un opportuno adeguamento delle competenze, il dottore commercialista potrebbe ben rivestire una duplice funzione, ovvero entrare a pieno titolo nel tema di advisors a supporto dell'impresa in crisi, nonché svolgere la funzione di CRO (*Chief Restructuring Officer*), ovvero di soggetto che accompagna l'impresa nella fase cruciale di attuazione del piano di risoluzione della crisi.

Allegati

Allegato A: modifiche alle clausole statutarie attuate da una S.p.A. nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti (*ex* art. 182 l.f. - art. 57 CCII)

1. Attribuita al Cda la delega ad emettere SFP, ai sensi dell'art. 2346 c.c. sesto comma.
2. Gli SFP emessi privi di valore nominale, privi di scadenza e – salvo i soli casi previsti nel regolamento – non sono trasferibili.
3. Gli apporti degli SFP sono eseguiti dai sottoscrittori a fondo perduto e sono acquisiti dalla società.
4. Gli SFP non danno diritti al rimborso dell'apporto salvo i casi previsti dal regolamento.
5. Gli SFP non danno diritto a ricevere degli interessi.
6. Gli SFP attribuiscono solo il diritto alla valorizzazione dell'apporto secondo quanto previsto nell'articolo statutario e con le particolari disposizioni del regolamento di emissione.
7. I versamenti degli apporti sono iscritti in un'apposita voce del Patrimonio Netto.
8. In caso di perdite della Società, queste saranno assorbite innanzitutto dalle riserve e, solo per l'eccedenza, dalla riserva degli SFP neo costituita, partecipando *pari passu* e alla stessa stregua del capitale sociale.
9. I diritti spettanti ai titolari degli SFP non verranno meno in alcun caso, fatta eccezione per il caso di azzeramento, in caso di perdite, del capitale sociale della Società e al conseguente annullamento di tutte le azioni.
10. Per ciascuna delibera di emissione, la stessa deve stabilire:
    - l'ammontare complessivo dell'emissione, la natura scindibile o meno della stessa e il numero di SFP;
    - i diritti patrimoniali e gli eventuali diritti amministrativi attribuibili agli SFP con esclusione del diritto di voto nell'assemblea degli azionisti;
    - l'apporto che i sottoscrittori dovranno effettuare, anche mediante conversione di crediti preesistenti;
    - il termine per la sottoscrizione e la liberazione degli SFP;
    - il regolamento di emissione nel quale, nel rispetto delle clausole statutarie, sono stabilite le modalità di esercizio dei diritti patrimoniali e amministrativi, nonché le cause al verificarsi delle quali i titolari hanno diritto al rimborso dell'apporto effettuato in fase di sottoscrizione, ovvero il diritto potestativo di ottenere l'acquisto da parte dei soggetti designati nel

regolamento in fase di emissione, ovvero al verificarsi delle quali la Società o altri soggetti designati nel medesimo regolamento hanno il diritto potestativo di rendersene cessionari.

11. Il regolamento di emissione può essere modificato solo previa approvazione dell'assemblea speciale degli SFP interessati ove ricorrano i presupposti per la sua costituzione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2376 c.c..

12. Ove previsto espressamente dal regolamento di emissione, a maggior tutela circa la valorizzazione degli SFP, la Società non potrà distribuire utili e riserve, né rimborsare il capitale sociale fino alla integrale estinzione degli SFP. In caso di liquidazione, per qualsiasi causa, gli SFP devono essere rimborsati a ciascun titolare, prima del rimborso del capitale sociale e delle altre poste del patrimonio netto della Società, fino a concorrenza del valore nominale dell'apposita riserva di patrimonio netto nell'ultimo bilancio di esercizio.

13. I titolai di SFP hanno diritto di opzione esercitabile entro 30 giorni dalla delibera di tali strumenti per la sottoscrizione di eventuali nuove emissioni di SFP, salvo che la sottoscrizione di eventuali nuove emissioni sia riservata agli amministratori o ai dipendenti della società, ai sensi dell'art. 2349 c.c., soci o terzi che possono sottoscrivere gli SFP solo nei limiti in cui detti diritti di opzione e prelazione dei titolari non siano esercitati.

14. Le delibere assembleari che modificano le previsioni del presente articolo statutario o del regolamento degli SFP o che dispongono la liquidazione volontaria della Società – ai sensi dell'art. 2484 c.c. nn 2,6 e/o 7 o comunque pregiudicano i diritti degli SFP già emessi sono inefficaci se non ottengono l'approvazione da parte:

    - dell'assemblea speciale dei titolari di SFP, ove ricorrano i presupposti per la sua costituzione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2376 c.c. o, in alternativa,
    - dell'unico titolare dei medesimi titolari di SFP.

15. Salvo quanto previsto nel punto precedente (numero 14), i titolari di strumenti finanziari partecipativi si riuniscono in un'assemblea speciale, ai sensi dell'art. 2376 c.c., al fine di deliberare sulle materie attribuite alla competenza di tale assemblea speciale ai sensi del presente Statuto o della legge. Qualora vi siano più emissioni di strumenti finanziari partecipativi, per ciascuna emissione si costituisce, al ricorrere dei presupposti, un'assemblea speciale; ciascuna assemblea speciale può nominare un rappresentante comune ai fini di dare esecuzione alle deliberazioni dell'assemblea speciale, tutelare gli interessi comuni dei titolari di strumenti finanziari rappresentativi nei confronti della Società e dei soci, nonché a tutti gli altri fini previsti dal presente Statuto. L'assemblea speciale presenta le seguenti caratteristiche:

    - può essere convocata in ogni momento dal rappresentante comune degli strumenti finanziari partecipativi o da tanti titolari che raggiungano almeno un ventesimo del valore nominale inespresso complessivo degli strumenti finanziari partecipativi aventi diritto alla stessa assemblea speciale;

- deve comunque essere tempestivamente convocata da uno degli amministratori della Società in tutti i casi previsti dalla legge o dal presente Statuto; in mancanza di tempestiva convocazione da parte di uno degli amministratori, vi provvederà il Presidente del Collegio Sindacale. L'assemblea speciale si intenderà regolarmente costituita e atta a deliberare anche in assenza di preventiva convocazione ove siano presenti tutti i titolari di strumenti finanziari partecipativi della categoria interessata;
- i titolari di strumenti finanziari partecipativi devono comunicare al Presidente del consiglio di amministrazione della Società – anche tramite il rappresentante comune – la deliberazione adottata dall'assemblea speciale, entro e non oltre [5] (cinque) giorni lavorativi dalla riunione dell'assemblea speciale.

Allegato B: schema tipo di regolamento di emissione di SFP

1. OGGETTO

1.1. Il presente regolamento (di seguito il "Regolamento") disciplina le caratteristiche, il contenuto, i diritti, le modalità e le condizioni di emissione, nonché le norme di circolazione e di funzionamento degli strumenti finanziari partecipativi emessi della Società, denominati "Strumenti Finanziari Partecipativi XXXX", *ex* art. 2346, comma 6 c.c. (gli "SFP XXXX"). L'emissione degli SFP XXXX è stata approvata con delibera dell'assemblea straordinaria dei soci della Società tenutasi in data [.].

1.2. Il Regolamento costituisce allegato e parte integrante dello statuto della Società (lo "Statuto"), ai sensi di quanto disposto dell'Articolo X dello Statuto medesimo (Strumenti Finanziari Partecipativi). Per tutto quanto non disposto nel presente Regolamento, si applicano le disposizioni statutarie.

1.3. Tutti gli SFP XXX hanno le stesse caratteristiche e conferiscono gli stessi diritti secondo quanto previsto dal presente Regolamento e dallo Statuto.

1.4. Gli SFP XXXX sono individuabili e sono trasferibili nei termini e secondo le modalità di cui all'art. 3 del Regolamento.

1.5. Gli SFP XXXX sono rappresentati da certificati emessi dalla Società (di seguito i "Certificati" e, singolarmente, ciascuno un "Certificato"), sottoscritti da un amministratore della Società stessa a fronte della sottoscrizione degli SFP XXX. I certificati devono riportare i diritti attribuiti al sottoscrittore, nonché l'indicazione dei trasferimenti e dei vincoli esistenti sugli SFP XXXX rappresentati dal Certificato.

1.6. I Certificati sono nominativi e contengono la denominazione di "Certificato Rappresentativo di Strumenti Finanziari Partecipativi XXXX" emessi da XXXX S.p.A. I Certificati recano l'indicazione della ragione o denominazione sociale (o del nome e cognome, in caso di persona fisica), della sede legale (o del domicilio, in caso di persona fisica), della data di costituzione (o della data e luogo di nascita, in caso di persona fisica), del codice fiscale e degli altri elementi identificativi del titolare (di seguito il "Titolare"). I Certificati sono emessi senza indicazione del valore nominale degli SFP XXXX rappresentati dal medesimo Certificato.

1.7. La Società istituisce e aggiorna, a cura degli amministratori, il registro dei Titolari di SFP XXXX (di seguito il "Registro") con indicazione:

(a) del numero degli SFP XXXX emessi e in circolazione e dei relativi Certificati;

(b) della ragione o denominazione sociale (o del nome e cognome, in caso di persona fisica), della sede legale (o del domicilio, in caso di persona fisica), del codice fiscale e degli altri elementi identificativi di ciascun Titolare, nonché degli eventuali successivi Titolari che siano divenuti tali in conformità al successivo Articolo 3 (Circolazione degli SFP);

(c) dell'indirizzo di ciascun Titolare per le comunicazioni;

(d) dei trasferimenti degli SFP XXXX e dei vincoli degli stessi in conformità al successivo Articolo 3 (Circolazione degli SFP).

2. EMISSIONE – APPORTO

2.1. In data [.] l'assemblea soci della Società ha deliberato, in conformità all'accordo di ristrutturazione dei debiti della società omologato ai sensi dell'art. 182-*bis* del Regio Decreto 267/1942 (l'"Accordo di Ristrutturazione XXXX") l'emissione di n. 1 (uno) SFP XXXX per un controvalore massimo di euro XX. L'emissione e sottoscrizione degli SFP XXXXX è riservata a favore di XXXX S.p.A. ("XXXX").

2.2. XXXXX in data odierna ha sottoscritto e liberato l'SFP XXXX tramite compensazione tra il suo debito per sottoscrizione con i crediti vantati da Unicredit nei confronti della Società per complessivi Euro XXX.

3. CIRCOLAZIONE DEGLI SFP XXXX

3.1. Gli SFP XXXX non sono trasferibili, ad eccezione delle ipotesi di seguito previste:

(i) esercizio dell'opzione irrevocabile di vendita o di acquisto, come previsto nell'ambito [dell'Allegato [.] all'Accordo di Ristrutturazione XXXXX]; e/o

(ii) cessione a soggetti appartenenti al medesimo gruppo bancario XXXXX; e/o

(iii) al verificarsi di un Evento Rilevante, secondo quanto definito e disciplinato nell'ambito dell'Accordo di Ristrutturazione XXXXX.

3.2. Con riferimento alle ipotesi previste al comma che precede, gli SFP XXXX saranno trasferibili tramite "transfert", con le modalità di cui all'art. 2022 del Codice civile. Ai fini del trasferimento, gli amministratori della Società, su richiesta del nuovo Titolare di SFP XXXX – che dovrà a tal fine esibire il/i Certificato/i rappresentante/i gli SFP XXXX oggetto di trasferimento – provvedono (i) ad annotare il nome del nuovo Titolare sul/sui Certificato/i e nel Registro; ovvero (ii) a sostituire detto/i Certificato/i con un nuovo Certificato intestato al nuovo Titolare e ad annotare sul Registro il trasferimento degli SFP XXXX al nuovo Titolare, l'annullamento del/i precedente/i Certificato/i e l'emissione del nuovo Certificato.

4. DIRITTI PATRIMONIALI

4.1. A maggiore tutela circa la valorizzazione degli specifici strumenti finanziari, la Società – fino (a) all'integrale estinzione degli SFP XXXX per integrale azzeramento del capitale sociale per perdite ai sensi dell'articolo XX dello Statuto ovvero (b) al perfezionamento della cessione totale degli stessi da parte di XXXX ai sensi del punto (i) del precedente articolo 3.1. con contestuale pagamento del prezzo, ovvero (c) al pagamento integrale del rimborso degli SFP XXXXX ai sensi del successivo comma 4.3 – non potrà distribuire utili (a soci o a terzi), riserve, né rimborsare il capitale sociale.

4.2. In caso di liquidazione, per qualsiasi causa, della Società, gli SFP XXXX devono essere rimborsati a ciascun Titolare ("Diritto al Riparto di Liquidazione"), prima del rimborso del capitale sociale e delle altre poste del patrimonio netto della Società, fino a concorrenza del valore nominale della riserva di patrimonio netto SFP XXXX iscritta nell'ultimo bilancio di esercizio.

4.3. Nel caso in cui la Società proceda al rimborso integrale dei Crediti MLT (il "Rimborso") a favore di XXX, secondo quanto definito e disciplinato nell'ambito dell'Accordo di Ristrutturazione XXXX, la Società dovrà rimborsare ai Titolari degli SFP XXXX, entro il termine di dieci giorni lavorativi dalla data di Rimborso, il valore pari al valore maggiore – che costituisce la valorizzazione convenzionale dei medesimi strumenti finanziari partecipativi – tra i seguenti:

(i) il 25% del patrimonio netto risultante dalla situazione pro forma consolidata della Società alla data dell'obbligo di rimborso, come redatta da un terzo soggetto indipendente, nominato dal consiglio di amministrazione della Società con il voto favorevole dell'amministratore designato dai Titolari di SFP XXXX; e

(ii) il 25% dell'importo risultante dalla seguente formula: EBIDTA consolidata degli ultimi dodici mesi (x) 6,5 il tutto (-) PFN media degli ultimi 12 mesi (come risultante dalla situazione pro forma consolidata redatta da un terzo soggetto indipendente nominato dal consiglio di amministrazione della Società con il voto favorevole dell'amministratore designato dai Titolari di SFP XXXX, ridotta della liquidità di cassa come risultante dalla situazione pro forma).

5. DIRITTI AMMINISTRATIVI

5.1. Gli SFP XXXX attribuiscono i seguenti diritti amministrativi che potranno essere esercitati da un soggetto individuato dai Titolari di SFP XXXX:

a. consultare i libri sociali e registri sociali, nonché prendere visione ed estrarre copia di tutti i documenti societari, ivi incluso il Registro, che, ai sensi di legge, devono essere depositati presso la sede sociale;
b. essere informato dagli amministratori attraverso una relazione trimestrale, a partire dalla data odierna, in merito all'andamento della gestione della Società e alla sua prevedibile evoluzione, nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o loro caratteristiche, effettuate dalla Società o dalla sua controllata o dalle altre società del medesimo gruppo di appartenenza.

5.2. L'assemblea soci della Società designerà un componente del consiglio di amministrazione della Società scegliendolo nell'ambito di una lista i cui candidati dovranno (a) essere in possesso dei requisiti di indipendenza, ai sensi dell'art. 148, comma 3 del d.lgs. 58/1998 (Testo unico dell'intermediazione finanziaria) e (b) essere stati previamente condivisi con i Titolari di SFP XXX.

6. PAGAMENTI

Ove non diversamente previsto, il pagamento di qualsiasi importo dovuto ai Titolari di SFP XXXX ai sensi del presente Regolamento verrà eseguito, sul conto corrente comunicato alla Società dai singoli Titolari.

7. PRESCRIZIONE

I diritti aventi ad oggetto la riscossione di importi di denaro o di beni in natura spettanti agli SFP si prescrivono decorsi 10 anni dalla data in cui sono maturati e divenuti esigibili.

8. COMUNICAZIONI

Tutte le comunicazioni tra la Società e i Titolari di SFP XXXX saranno effettuate con lettera raccomandata A.R., anticipata via email, inviata come segue:

- se alla Società, presso la sede sociale all'attenzione del presidente del consiglio di amministrazione della Società ed al seguente indirizzo email [.];
- se ad un Titolare di SFP XXXX, all'indirizzo di quest'ultimo indicato nel Registro.

9. REGIME FISCALE

Gli SFP XXXX si qualificano come "titolari simili alle azioni" ai sensi e per gli effetti dell'art. 44, secondo comma, lettera a) del Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 e successive modifiche ed integrazioni.

10. LEGGE APPLICABILE E FORO COMPETENTE

Per qualsiasi controversia che dovesse insorgere tra i Titolari di SFP XXXX e/o tra i Titolari di SFP XXXX, i soci e/o la Società in relazione agli SFP e all'interpretazione, esecuzione, risoluzione, validità del presente Regolamento, sarà competente, in via esclusiva, il foro di XXXX.

11. VARIE

11.1. La sottoscrizione e il possesso degli SFP XXX comporta la piena conoscenza ed incondizionata accettazione dei termini e delle condizioni del Regolamento e dello Statuto.

11.2. Tutti i termini indicati con la lettera maiuscola non diversamente definiti dal Regolamento avranno il medesimo significato attribuito loro dallo Statuto.

Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti E.T.S.
Piazza della Repubblica, 68 00185 Roma