

Cresce la finanza innovativa

Dal crowdfunding agli strumenti partecipativi senza diritto di voto in assemblea, dai minibond al vendor loan, ecco le principali alternative al credito bancario

Dal crowdfunding agli strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali ma senza diritto di voto in assemblea, dai minibond che possono essere emessi anche da società non quotate sotto forma di obbligazioni o cambiali finanziarie al vendor loan. Sono questi alcuni dei principali stru-

menti di finanzia innovativa (a volte non estranei a opportunità legate ad agevolazioni fiscali) analizzati in un recente documento del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti.

Pagamici, nell'inserto da pag. 35

La finanza innovativa per le imprese

Guida agli strumenti alternativi al credito per aver accesso a più liquidità

DI BRUNO PAGAMICI

Dal crowdfunding, strumento innovativo di raccolta fondi "abbordabile" anche da parte delle srl, agli strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali ma senza diritto di voto in assemblea, dai minibond che possono essere emessi anche da società non quotate sotto forma di obbligazioni o cambiali finanziarie al vendor loan, un innovativo strumento finanziario utilizzato prevalentemente nelle operazioni di acquisizione societaria. Sono questi alcuni dei principali strumenti di finanzia innovativa (a volte non estranei a opportunità legate ad agevolazioni fiscali) che vengono sempre più utilizzati dalle imprese nel corso delle varie fasi del ciclo di vita aziendale per finanziare esigenze di liquidità e programmi di investimento e che si aggiungono, o si sostituiscono, ai canonici canali di finanziamento offerti dal sistema bancario.

Come risulta dal recente documento di ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti "Strumenti e tecniche di finanzia innovativa lungo il ciclo di vita aziendale", attualmente i mercati finanziari comprendono strumenti supportati da normative specifiche e da evoluti sistemi di concessione del credito, come per

esempio lo strumento dell'equity crowdfunding con il quale le Pmi possono emettere minibond (sulle piattaforme di crowdfunding ovvero tramite portali online) che potranno essere sottoscritti anche da investitori retail (cioè da comuni risparmiatori nonché da imprese e altri enti che si rivolgono agli intermediari per effettuare i propri investimenti).

In seguito all'evoluzione della normativa di riferimento, dal 2023 la possibilità di finanziarsi offrendo le proprie quote di partecipazione al pubblico attraverso le piattaforme di crowdfunding è consentita anche alle srl "ordinarie" (oltre alle spa e alle start up innovative) che intendono espandersi e crescere rapidamente.

Non sempre, tuttavia, il tradizionale canale bancario viene escluso dal ricorso agli strumenti di finanzia alternativi, come nel caso dei minibond, la cui emissione peraltro presenta la peculiarità di non essere segnalata nella Centrale rischi della Banca d'Italia.

Il minibond rappresenta infatti una forma sinergica e non esclusivamente alternativa al sistema bancario, perché la necessità delle aziende e in particolare delle Pmi, è di identificare forme di finanziamento in grado di favorire l'acquisizione di mezzi monetari facendo ricorso agli investitori profes-

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

DS6901

sionali, senza rinunciare al tradizionale supporto bancario.

Tale strumento, pertanto, è una forma di finanziamento che richiedendo l'intervento di investitori istituzionali (tra cui gli istituti di credito e le società finanziarie abilitate, i c.d. fornitori di servizi di crowdfunding) permette alle stesse banche di rispettare più facilmente i vincoli, in termini di capitale, imposti dalla normativa di vigilanza ("de-risking").

IL CROWDFUNDING

Il crowdfunding può essere definito come uno strumento di finanziamento dal "basso" che permette di raccogliere capitali sul mercato, attraverso canali alternativi o complementari ai tradizionali finanziamenti bancari o alle quotazioni sui mercati finanziari. È usato per lo più da start up o da imprese in espansione quale modalità di accesso a finanziamenti alternativi per sostenere nuovi progetti, attività o idee imprenditoriali.

Il termine crowdfunding indica il processo con cui vengono conferite somme di denaro (funding) utilizzando siti internet (piattaforme o portali).

Le piattaforme di crowdfunding possono essere utilizzate dai privati sia per lanciare campagne di raccolta fondi sia per investire i propri risparmi. Consideriamo entrambe le prospettive e vediamo di cosa si tratta.

Il crowdfunding è un canale di finanziamento attraverso il quale progetti personali o professionali di singoli individui e piccole imprese possono essere finanziati direttamente da una moltitudine di soggetti (anche piccoli risparmiatori). L'incontro tra la domanda (da parte di chi ha bisogno di fondi) e l'offerta (da parte di chi vuole investire) avviene su piattaforme online che forniscono le informazioni sui singoli progetti e gestiscono i flussi di denaro.

L'effettivo finanziamento di un progetto non dipende dalla valutazione fatta da un singolo intermediario in base alle proprie strategie di finanziamento ma dalla capacità dei proponenti di convincere un numero sufficiente di investitori a rischiare i propri fondi nel sostegno diretto dell'iniziativa.

Esistono diversi tipi di crowdfunding. I due più diffusi sono:

- il lending-based crowdfunding (anche chiamato peer-to-peer lending o social lending) che prevede il prestito di denaro ai promotori di un progetto attraverso la sottoscrizione di un contratto di mutuo;

- l'equity crowdfunding che consente ai promotori di un progetto di raccogliere capitale di rischio; in questo caso gli investitori non fanno un prestito ma versano una somma per acquistare una quota del capitale dell'impresa diventando soci a tutti gli effetti e accettando, di conseguenza, il rischio di perdere l'intera somma investita in caso di fallimento del progetto.

Se le piattaforme collocano anche titoli di debito emessi dalle imprese, come le obbligazioni, si parla in termini più ampi di investment-based crowdfunding.

Altri tipi di crowdfunding hanno perlopiù finalità sociali e si caratterizzano per campagne di piccolo importo. Il donation crowdfunding prevede la donazione di piccoli importi per contribuire al finan-

ziamento di progetti culturali o sociali (senza ricevere alcun compenso); nel reward crowdfunding, invece, i donatori ottengono una ricompensa in beni o servizi il cui valore non è necessariamente correlato all'importo versato.

Va tuttavia rilevato che chi si finanzia tramite crowdfunding, sopporta costi diretti (per esempio i tassi di interesse per le piattaforme lending-based) generalmente più alti rispetto a quelli che in media si osservano per i canali di finanziamento tradizionali. Inoltre, sono quasi sempre previste spese di avvio del finanziamento e costi legati alla gestione dei flussi di cassa.

Soggetti interessati

Le piattaforme di crowdfunding possono essere utili a due categorie di soggetti: da un lato ci sono i promotori di un progetto che cercano fondi per avviarlo o portarlo avanti, dall'altro gli investitori che vogliono far fruttare i propri risparmi investendoli in progetti generalmente caratterizzati da rischi e rendimenti elevati. Esattamente come in un mercato, sulle piattaforme online si incontrano la domanda e l'offerta di fondi.

Sul fronte dei promotori, il crowdfunding offre l'opportunità di raccogliere fondi a individui o aziende che possono avere difficoltà nell'accesso ai canali di finanziamento tradizionali a causa, per esempio, del carattere molto innovativo dei progetti. In particolare, le piattaforme di equity crowdfunding sono utilizzate soprattutto da società di nuova costituzione e da Pmi con una forte propensione all'innovazione tecnologica (le cosiddette start up e Pmi innovative).

Per il settore immobiliare si parla spesso di real estate crowdfunding, includendo in questo termine sia le piattaforme di equity sia quelle lending-based.

Il crowdfunding esteso alle srl

Dall'11 giugno 2023 anche le srl "ordinarie" potranno finanziarsi offrendo le proprie quote di partecipazione al pubblico attraverso le piattaforme di crowdfunding.

Oltre alle spa e alle start up innovative anche le srl, tipicamente caratterizzate da una forte carenza di strumenti che ne preclude il ricorso al credito alternativo a quello bancario, potranno migliorare la capacità di finanziarsi sul mercato dei capitali utilizzando strumenti come il crowdfunding con regole semplici e snelle, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468 c.c., primo comma.

Regole semplici per le srl

Le quote possono essere sottoscritte dagli investitori che devono essere messi in condizione di investire nel progetto di finanziamento attraverso una apposita comunicazione, da predisporre da parte dei fornitori di servizi di crowdfunding, in genere banche e società finanziarie abilitate, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta (descrizione tecnica dell'operazione).

L'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da srl ovvero di quote rappresentative del loro capitale non necessita della stipulazione di un contratto scritto nei casi in cui:

- la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati;

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

- l'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario.

Gli investitori

I soggetti (privati, imprese, enti, ecc.) che intendono aderire all'offerta al pubblico delle partecipazioni nella srl devono conferire mandato agli intermediari incaricati affinché questi:

- 1) effettuino l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori;
- 2) rilascino su richiesta una certificazione comprovante la titolarità delle quote, che è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote;
- 3) consentano ai sottoscrittori che ne facciano richiesta di alienare le quote (mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario);
- 4) accordino ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti la facoltà di richiedere l'intestazione diretta a sé stessi delle quote di loro pertinenza.

Banche e società finanziarie

Le banche e le società finanziarie abilitate, ovvero i fornitori di servizi di crowdfunding) devono valutare se i servizi che vengono offerti siano appropriati per i potenziali investitori (chiedendo informazioni circa l'esperienza, gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale). La non corretta applicazione delle regole del crowdfunding determinerà una sanzione a carico del fornitore di servizi da euro 500 a euro 500.000 (la Banca d'Italia è l'autorità competente a disciplinarne l'operato e ad assicurare l'osservanza degli obblighi imposti dal regolamento Ue 2020/1503).

I soggetti interessati dalla disciplina

I soggetti interessati dalla disciplina del crowdfunding sono:

- i gestori: soggetti che esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio;
- gli emittenti, cioè le società che cercano di reperire i capitali;
- gli investitori, vale a dire i soggetti disponibili a investire i loro capitali. A loro volta, gli investitori possono essere non professionali (retail) e professionali.

Rientrano nell'ambito degli investitori professionali:

- 1) i clienti professionali privati, quali:
 - a) i soggetti che sono tenuti a essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri, e cioè:
 - banche;
 - imprese di investimento;
 - altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
 - imprese di assicurazione;
 - organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
 - fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
 - i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;

DS6901

- soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari;

- altri investitori istituzionali;
- agenti di cambio;
- b) le imprese di grandi dimensioni che presentano almeno due dei seguenti requisiti:
 - totale di bilancio: 20.000.000 di euro;
 - fatturato: 40.000.000 di euro;
 - fondi propri: 2.000.000 di euro;
- c) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie;
- 2) i clienti professionali pubblici: governo e Banca d'Italia.

I gestori dei portali

L'attività di gestione dei portali è riservata alle seguenti categorie di soggetti:

- soggetti che risultano iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob (c.d. gestori di portali autorizzati);
- banche e imprese di investimento (Sim) già autorizzate alla prestazione di servizi di investimento (gestori di diritto o istituzionali).

La vigilanza sui gestori iscritti al registro è esercitata dalla Consob, la quale può richiedere dati, notizie e documenti ed effettuare ispezioni. Nel caso accerti la violazione di regole, può sospendere il gestore dall'attività e, nei casi più gravi, radiarlo dal registro, oltre a irrogare sanzioni pecuniarie.

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. Come precisato dalla ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, a differenza di altri modelli che consentono la raccolta di capitali anche da parte di privati, l'equity crowdfunding è destinato esclusivamente a 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 utile per le imprese in via di sviluppo che però 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.

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.

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

ca. 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.

Il crowdfunding ha trovato la sua collocazione naturale nelle fasi 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.

IMINIBOND

Come risulta dal documento di ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, 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.

Si tratta di una forma sinergica e non solo 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 ridurre i rischi di insolvenza e i vincoli imposti dalla normativa di vigilanza.

Recentemente, con il ddl Capitali (legge 21/2024) recante "Interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali", l'emissione di prestiti obbligazionari da parte delle società di capitali è stata resa più flessibile.

Ad esempio, le società per azioni, rispetto al parametro di riferimento del "doppio del capitale sociale e riserve", possono 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 suc-

DS6901

cessiva a quella dell'ultimo bilancio approvato. Inoltre, il parametro in questione può essere superato quando la sottoscrizione avviene da parte di "investitori professionali". Tale agevolazione è prevista anche a favore delle srl.

Nell'emissione dei minibond operano diverse figure professionali:

- investitori, ovvero banche, altri intermediari finanziari, compagnie assicurative, fondi di private debt e società veicolo;

- advisor, il cui compito è verificare in via preliminare le condizioni complessive di fattibilità economico-finanziarie dell'operazione;

- arranger, che deve 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.

Per quanto riguarda i requisiti minimi per l'accesso allo strumento dei minibond, vanno richiamati:

- fatturato: deve superare per prassi i 5 milioni di euro;

- Ebitda: dovrebbe essere almeno pari al 10% del fatturato;

- rapporto tra Posizione finanziaria netta (Pfb) ed Ebitda: al massimo pari al valore di 4.

Da quanto risulta da una ricerca dell'Osservatorio del Politecnico di Milano, le imprese emittenti sono per il 53,3% spa, per il 45,5% srl e per l'1,2% società cooperative.

Differenze tra bond e finanziamento tradizionale

Secondo la ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti le principali differenze tra uno strumento bancario tradizionale di finanza a medio termine e la emissione di un minibond possono riguardare:

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 (business plan solido e cash flow positivo verificabili).

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 dura-

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

DS6901

te maggiori, comprese di norma tra i 5 e 7 anni. Su questo specifico aspetto, 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 e 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;

- per i minibond il ricorso alle garanzie non appare strettamente necessario, essendo più elevata la propensione al rischio da parte degli investitori che sottoscrivono tali strumenti.

Ne 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", ovvero 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 (meccanismo con cui è stato possibile finanziarie anche aziende di dimensione molto contenuta e con basso rating).

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 (per costi accessori e delle spese di consulenza necessarie per lo sviluppo del progetto e richiesti per la raccolta fondi).

5) Segnalazione in Centrale Rischi:

- la differenza più significativa è la mancata segnalazione in Centrale rischi Banca d'Italia dell'emissione dei minibond.

Monitoraggio del finanziamento ottenuto

Da quanto risulta dal documento di ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, il finanziamento tramite minibond prevede tipicamente una contrattualistica molto articolata, all'interno della quale sono disciplinati i seguenti aspetti.

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. cc. La regolamentazione di riferimento per le srl è invece l'art. 2483 c.c.

I minibond possono essere emessi anche da parte di società non quotate; la loro sottoscrizione è riservata, per lo più, a investitori istituzionali professionali e altri soggetti finanziariamente qualificati.

Quanto al processo di emissione di questa tipologia di obbligazioni occorre innanzitutto verificare, per le sole srl, 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 corre lati aspetti di governance (organo che delibera l'emissione, quorum per le delibere relative ed eventualmente limiti all'emissione stessa). Nel caso delle spa, 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 spa mentre, per le srl 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.

Occorre inoltre predisporre il 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.

Aspetti contabili

Secondo quanto risulta dalla ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, sul piano 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.

Secondo le indicazioni previste al paragrafo 45 del 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".

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

DS6901

Il par. 20 del 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 a organismi di regolamentazione e le tasse e gli oneri sui trasferimenti”.

Per le aziende che adottano il bilancio in forma abbreviata e per le micro imprese, è possibile valutare i prestiti obbligazionari al valore nominale senza l’applicazione del criterio del costo ammortizzato.

Aspetti fiscali

Ai fini fiscali i minibond sono assimilati alle obbligazioni e quindi occorre 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.

Regime fiscale in capo al sottoscrittore

Come precisato dalla ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, 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 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 e obbligazioni, l’introduzione del dlgs 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 (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% 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 dlgs 58/1998;
- versati a Oic 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 dlgs 58/1998;
- corrisposti a società di cartolarizzazione di crediti di cui alla legge 130/1999, che hanno una concentrazione di patrimonio superiore al 50% in tali titoli, cambiali finanziarie o obbligazioni e detenuti da investitori qualificati.

In sintesi, 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 dlgs 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.

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 legge 549/1995, 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.

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 dlgs 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.

IL VENDOR LOAN

Come si legge nel documento di ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, negli ultimi anni ha trovato una sempre maggiore diffusione il vendor loan o vendor financing, ossia 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, lo strumento è associato alle operazioni di:

- mergers: 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 (per esempio, fusione);

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

DS6901

- acquisitions: trasferimento della proprietà di una società (o di parti di essa) al soggetto acquirente previo il pagamento di un corrispettivo.

Lo strumento di finanziamento

Il vendor loan è 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).

Nelle 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/i successori/e.

Gli attori del vendor loan

I principali soggetti coinvolti nelle operazioni di vendor loan sono i seguenti:

- 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 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.

Caratteristiche principali

Il vendor loan trova la sua origine nel mondo del private equity e si caratterizza per i seguenti aspetti:

- è un'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) a fornire all'acquirente il finanziamento necessario per concludere l'operazione e ad attendere di essere ripagato nel tempo. In altri termini, il vendor loan si caratterizza per la concessione di un finanziamento da parte del venditore 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.

Il vendor loan è generalmente fruttifero di interessi e il rimborso di capitale e interessi non prevede un piano di ammortamento, ma avviene a una o più scadenze predeterminate (bullet).

- Patto di subordinazione: è una delle caratteristiche distintive del vendor loan. In genere l'obbligazione di rimborso del vendor loan 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.

- Tipologie di finanziamento da parte del fornitore disponibili per l'acquisizione di beni:

1) finanziamento in 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: 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: è parametrato sulle effettive entrate conseguite nel corso del tempo dal soggetto acquirente: il fornitore percepisce una percentuale delle entrate dell'acquirente fino all'integrale rimborso dell'importo finanziato.

Vantaggi del vendor loan

I vantaggi per il soggetto acquirente riguardano:

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

- processo di approvazione semplice e rapido;
- tassi di interesse contenuti: 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.

Iter dell'operazione

L'operazione consiste in 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.

È possibile redigere, su volontà delle parti, 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);
- 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%).

Aspetti legali e di governance

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: occorre stabilire quali garanzie verranno fornite a copertura del vendor loan, che 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.

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

- diritti di controllo: il venditore, in qualità di fi-

DS6901

nanziatore, può richiedere specifici diritti di controllo e di informazione, come la partecipazione al Cda 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.

Rischi

Il finanziamento trattato può comportare anche una serie di rischi, tra cui:

- tassi di interesse elevati in quanto talvolta potrebbero risultare più elevati rispetto ai finanziamenti tradizionali;
- flessibilità limitata: in alcuni casi 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 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;
- commissioni e oneri nascosti: il contratto di vendor loan potrebbe contemplare l'addebito di spese aggiuntive in caso di ritardi nei pagamenti o di rimborsi anticipati;
- rischio di inadempienza: 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.

Casi pratici

La ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti fornisce il seguente esempio di vendor loan.

Fbo Alta Industriali spa

Alfa Industrial spa, 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

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

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 srl 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 Industriali in Veicolo srl;

- Alfa Industrial è valutata X mln, senza variabilità del prezzo in base ad accordi di earn-out;

- Veicolo Srl acquisisce l'80% di azioni di Alfa Industriali concordando un pagamento pari all'8% delle azioni di Alfa Industriali al closing dell'operazione (utilizzando mezzi propri apportati nella Veicolo srl) e concordando per il restante 72% l'erogazione di un vendor loan da parte dei soci uscenti;

- il corrispettivo del 172% delle azioni non viene immediatamente corrisposto da Veicolo srl ai soci di Alfa ma il debito è convertito in un vendor loan da parte dei soci uscenti a favore di Veicolo srl 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 srl senza penali di estinzione;

- l'eventualità di integrale rimborso del vendor loan in caso di vendita a soggetti terzi delle azioni di Alfa Industrial Spa 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:

DS6901

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

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.

Come risulta dal documento di ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, per quanto riguarda gli strumenti finanziari partecipativi (Sfp), ai sensi dell'art. 2346, comma 6 c.c. alle spa, 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 a essi, come titoli di rischio 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 pratica, 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 a 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.

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 maggior-

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

mente 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 srl.

Per quanto riguarda la spa 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 dei seguenti attori interni ed esterni.

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.

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";
- altri soggetti: considerata l'ampia autonomia ri-

DS6901

conosciuta alla società emittente, gli Sfp possono essere sottoscritti anche da numerosi altri soggetti, come per esempio personale dipendente, investitori, manager, ecc. Tale casistica è riscontrabile più che altro nelle start up e nelle Pmi innovative. E 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".

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 degli Sfp è concentrata nell'art. 2346 comma 6 e nell'art. 2351 comma 6, contenuti nella sezione V (del capo V del titolo V del libro V) c.c. 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, lo legge di circolazione".

La prima questione di assoluto interesse è riferita all'apporto a opera del soggetto che sottoscrive gli Sfp. Con riferimento all'oggetto dell'apporto è connessa alla possibilità di prevedere che la contropartita possa essere rappresentata da prestazioni d'opera o di servizi o da altre prestazioni non conferibili nelle spa.

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", beni in natura" e crediti.

Va precisato che i diritti patrimoniali, insiti negli Sfp, rappresentano una fattispecie inderogabile e dogmatica prevista dal codice; allo stesso tempo,

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

DS6901

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 e di specifici regolamenti di emissione Sfp.

Diritti patrimoniali, diritti amministrativi e di partecipazione

Com'è noto 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 per 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, 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 sottoscritto re 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.

- 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, 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

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. 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.

Secondo la ricerca de Consiglio nazionale dei dot-

tori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, a tale riguardo, 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 specificamente 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.

In ogni caso, resta ferma la possibilità di convocare un'assemblea promiscua tra le varie categorie di Sfp e demandare allo statuto e al 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.

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

Secondo la ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, in tema di Sfp, le ulteriori disposizioni civilistiche attingono 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-

LA FINANZA INNOVATIVA PER LE IMPRESE

DS6901

DS6901

ria 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 e 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 e 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”;

- emissione di Sfp in caso di patrimoni destinati a 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 e alla delibera dell'assemblea straordinaria.

Aspetti contabili

Come evidenziato nella ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, lo strumento degli Sfp ha natura atipica e presenta un'implicita duttilità formale e sostanziale, grazie alla autonomia statutaria concessa dal legislatore, nonché in ragione della qualificazione a 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, 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”.

Ulteriore fattispecie tipica degli Sfp è rappresentata dalla tipologia in cui, a fronte dell'apporto da parte del soggetto finanziatore, a quest'ultimo non consegna 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 pun-

to 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.

L'apporto può avere a 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 applicabile per analogia la disciplina ex art. 2343 riferita ai conferimenti con riguardo alla valutazione economica a 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 necessità 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. Secondo la ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e della Fondazione nazionale dei commercialisti, 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.

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.