

## **Convegno**

# **LA CAPITALIZZAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE: RAGIONI, FINALITA' E OPPORTUNITA' TRA SOLUZIONI TIPICHE E STRUMENTI INNOVATIVI**

**Avv. Alessandro Giovannelli**

**Palazzo Torriani  
19 giugno 2012**

# Aspetti legali della capitalizzazione dell'impresa: strumenti tecnici e casi pratici

Avv. Alessandro Giovannelli  
Udine - 19 giugno 2012




AUSTRALIA BELGIUM CHINA FRANCE GERMANY HONG KONG SAR INDONESIA (ASSOCIATED OFFICE) ITALY JAPAN  
PAPUA NEW GUINEA SINGAPORE SPAIN SWEDEN UNITED ARAB EMIRATES UNITED KINGDOM UNITED STATES OF AMERICA



## Indice

- La capitalizzazione dell'impresa. Scenari di riferimento, tra soluzioni classiche, strumenti contemporanei e interventi del legislatore
- Strumenti contemporanei
  - (1) Obbligazioni convertibili
  - (2) Categorie di azioni
  - (3) Soci con diritti particolari (S.r.l.)
  - (4) Strumenti finanziari partecipativi
  - (5/6) Patrimoni destinati e *l'equity crowdfunding*
- Soluzioni del prossimo futuro. Decreto Sviluppo del 15 giugno 2012
- *Other People's Money* – La gestione legale dei rapporti tra l'imprenditore, l'impresa e chi apporta finanza
  - Come si realizza l'ingresso di un nuovo investitore?
  - Rapporti parasociali. Meccanismi classici
  - Il disinvestimento (*exit*)
- Un caso di scuola



## La capitalizzazione dell'impresa. Scenari di riferimento, tra soluzioni classiche... (1/3)

- Operazioni di capitalizzazione per sostenere lo sviluppo e la crescita delle PMI e per far fronte a situazioni di:
  - Sottocapitalizzazione / stress finanziario
  - Ingenti investimenti necessari all'internazionalizzazione e allo sviluppo dell'attività
  - Difficoltà di accesso al credito bancario
  - Necessità di passaggio generazionale o di consegne (dissolvenza incrociata tra imprenditore / famiglia e nuovo investitore / management)
- Finanza "moderna" al servizio dell'impresa. Tradizionalmente le imprese si finanzia(va)no tramite:
  - Finanziamento bancario
  - Emissione di strumenti di debito
  - Ingresso di nuovi investitori (lbo; aumento di capitale)
  - Quotazione (OPS)



## ... strumenti “contemporanei” (2/3)

- Crisi congiunturale → Nuovi modelli di *business*  
→ Necessità di irrobustire la patrimonializzazione delle imprese e di ridurre il debito bancario  
→ Crisi degli strumenti tradizionali
- Strumenti di capitalizzazione contemporanei:
  - Obbligazioni convertibili
  - Azioni speciali, privilegiate, di risparmio (nuova era)
  - Diritti particolari dei soci di S.r.l.
  - Strumenti finanziari partecipativi
  - Patrimoni destinati ad uno specifico affare
  - *Crowd Funding* (USA: Jobs Act del 5 aprile 2012)



## ... e interventi del legislatore (3/3)

- 1) Riforma del diritto societario (dal 2003 ad oggi)
- 2) Nascita di un nuovo modo di fare *private equity*
  - **Fondo italiano di Investimento**, S.G.R. costituita nel marzo 2010 su iniziativa del Ministero dell'Economia, a sostegno delle PMI (da 10 a 250 MLN di fatturato), con una dotazione di 1,2 MLD di Euro
  - **Fondo Strategico Italiano**, S.p.A. istituita con D.M. nel maggio 2011 e controllata dalla Cassa Depositi e Prestiti. Opera con orizzonte di medio o lungo periodo e ha 4 MLD di dotazione
  - Altri investitori che si dedicano al *capital development* delle imprese effettuando operazioni che immettono nelle stesse nuove risorse finanziarie (operazioni non a debito)
- 3) Creazione di nuovi strumenti di capitalizzazione
  - **Decreto Sviluppo** del 15 giugno 2012



# Strumenti “contemporanei” (1)

## Obbligazioni convertibili

- **Sono ritornati ad essere dei “negozi di moda”**
- **Limiti**
  - capitale interamente versato
  - tetto quantitativo (doppio del capitale, riserva legale e riserve disponibili)
- **Divieti** - in pendenza dell'opzione non è possibile deliberare
  - riduzioni reali del capitale
  - fusioni
  - scissioni
- **Conversione** - può essere continua (opzione esercitabile in ogni momento) ovvero vincolata (periodi di tempo preventivamente stabiliti)



## Strumenti “contemporanei”(2)

### Categorie di azioni (S.p.A.)

- **Azioni privilegiate:** preferenza nella distribuzione degli utili (o del capitale in caso di scioglimento)
- **Azioni di risparmio:** prive di diritto di voto, prevedono “particolari privilegi di natura patrimoniale”
- **Categorie speciali di azioni:** esempi
  - diritto di voto limitato a particolari argomenti
  - voto subordinato a condizioni non potestative (es: solo se la società non distribuisce dividendi per due anni)
  - diritti di nomina di amministratori o sindaci





## Limiti nella creazione di azioni speciali

- Divieto di istituire azioni con **voto plurimo**
- Le azioni senza diritto di voto, con voto limitato o subordinato devono essere sempre **inferiori alla metà del capitale**
  - Il controllo non può essere attribuito a soci titolari di azioni non ordinarie e non aventi dunque un diritto di voto “pieno”
- Divieto di **patto leonino**



## Strumenti “contemporanei” (3) Soci con diritti particolari (S.r.l.)

- **Governance** - esempi di diritti attribuibili anche a soci di minoranza:
  - voto più che proporzionale rispetto alla quota
  - nomina o revoca degli amministratori
  - diritto di proporre una rosa di amministratori da nominare
  - diritto di gradimento sulla nomina degli amministratori
  - diritto di veto su alcune decisioni
  - diritto ad assumere autonomamente alcune decisioni
- **Distribuzione utili** - ampia libertà dello statuto, ad esempio percentuale fissa dell'utile ad un socio, anche più che proporzionale alla quota posseduta
- **Altri diritti** - ampia libertà dello statuto, ad esempio:
  - particolare regime di circolazione delle quote
  - sorte dei diritti in caso di alienazione della quota (estinzione totale o parziale, variazione, successione in caso di cessione)
  - postergazione nelle perdite
  - casi particolari di recesso
  - gradimento per trasferimenti di quote degli altri soci



## Strumenti “contemporanei”(4) Strumenti finanziari partecipativi

- Sono **titoli ibridi** - incorporano caratteri propri sia delle azioni (capitale di rischio) sia delle obbligazioni (capitale di debito)
- Non sono imputati a capitale sociale; non sono conferimenti
- Devono incorporare **diritti patrimoniali**
  - remunerazione stabilita dal regolamento, può essere commisurata agli utili della società (ed essere superiore, inferiore o uguale a quella degli azionisti) ovvero indicizzata rispetto a parametri esterni
  - rimborso: è possibile stabilire una priorità rispetto alle azioni e/o la postergazione agli altri creditori sociali



## Strumenti finanziari partecipativi

- Il regolamento può prevedere **diritti amministrativi**
  - diritto di voto (solo per specifiche materie, tranne approvazione del bilancio e nomina membro organi sociali)
  - diritto di nominare dei componenti indipendenti dell'organo amministrativo (sempre meno della metà) o di un sindaco
  - divieto di attribuire poteri gestori, di sola competenza del C.d.A.
- **Covenants** a carico della società emittente
  - obblighi informativi
  - divieto di operazioni straordinarie
  - *change of control*
  - divieto di ulteriore indebitamento



## Strumenti “contemporanei”(5/6) Patrimoni destinati e l'*equity crowdfunding*

- I **patrimoni destinati** ad uno specifico affare
  - Tecnica di limitazione del rischio d'impresa per le S.p.A.
  - Il patrimonio separato risponde solo delle obbligazioni ad esso relative
  - Può assumere la forma di **patrimonio destinato operativo** (fino ad un massimo del dieci per cento del patrimonio della società), destinato ad uno o più specifici affari ovvero di **finanziamento destinato** ad uno specifico affare, al cui rimborso concorreranno soltanto i proventi dell'affare o parte di essi
- **L'*equity crowdfunding***
  - Tecnica innovativa per il reperimento di capitali soprattutto per **start-up o PMI** che vogliano finanziare uno specifico progetto
  - Regolamentata negli Stati Uniti dal JOBS Act del 5 aprile 2012
  - È una sorta di “**fondo di finanziamento collettivo**” che consente ad un numero di investitori anche ingente (da una decina fino a più di un centinaio) di sostenere un progetto o una nuova impresa



## Soluzioni del prossimo futuro. Decreto Sviluppo del 15 giugno 2012

- Le PMI vedono ampliate le possibilità di ricorso al mercato attraverso i seguenti strumenti, la cui emissione è condizionata alla assistenza di uno sponsor e alla certificazione di bilancio:
  - **Cambiali finanziarie** - titoli a breve termine (da 1 a 18 mesi) anche dematerializzati, emessi in deroga al TUB e collocati solo ad investitori qualificati
  - **Obbligazioni partecipative subordinate** - titoli a medio o lungo termine (durata superiore a cinque anni) che prevedono clausole di subordinazione agli utili di impresa e la cui remunerazione può essere in parte anche fissa; possono prevedere rimborso postergato rispetto ai creditori sociali

ashurst



## Decreto Sviluppo del 15 giugno 2012

- Novità in tema di obbligazioni: nascono i “**mini-bond**”:
  - possono anche essere emessi nei confronti del pubblico in deroga al TUB se la società è assistita da uno *sponsor* e se ha il bilancio soggetto a revisione
  - se i mini-bond sono destinati alla quotazione non si devono rispettare i limiti quantitativi (doppio del PN) previsti dal codice civile per l’emissione di obbligazioni



## ***Other People's Money* – La gestione legale dei rapporti tra l'imprenditore, l'impresa e chi apporta finanza**

- Presupposti per l'ingresso di un nuovo investitore. Ad esempio, sostegno dell'impresa sotto l'aspetto:
  - Finanziario: per progetti che richiedano ingenti capitali
  - Manageriale: crescita e internazionalizzazione favorite dalle competenze e conoscenze di nuovi manager
  - Reputazionale / relazionale: ottenimento di finanziamenti e nuovi contratti commerciali potrebbero essere facilitati
- Valenza legale? (Teoria della presupposizione)
- Quale "prezzo"?
  - Nuove regole. Livello sociale e parasociale
  - Vincoli all'utilizzo delle risorse
  - Obiettivi di periodo.  
Uscita dall'investimento / quotazione





## Come si realizza l'ingresso di un nuovo investitore?

- Fase I: *preparazione, "abboccamento", lettera di intenti e due diligence* – l'imprenditore deve prepararsi al processo anche per far conoscere all'investitore e ai suoi consulenti ogni aspetto della società e gestire al meglio le criticità (*anti-sandbagging*)
- Fase II: *negoziazione del contratto* – è la fase in cui si acquisisce una più approfondita conoscenza dell'investitore e si giunge a contrattualizzare l'assetto futuro. Aspetti cruciali:
  - ruolo dell'imprenditore e dell'investitore
  - prezzo e meccanismi di determinazione e aggiustamento (*lock-box; earn-out*; vincoli sui flussi)
  - management e piani di incentivazione
  - dichiarazioni e garanzie, obblighi di indennizzo
  - patto parasociale e impegni etici
- Fase III: *closing dell'operazione* (avveramento delle condizioni ed erogazione dei flussi)



## Rapporti parasociali – Meccanismi classici

- **Presupposti dell'operazione e condivisione degli obiettivi** - massimizzazione del valore a beneficio della impresa e dei soci
- **Governance** - riserva di nomina di un certo numero di membri degli organi amministrativi e di controllo
- **Gestione** - esempio di prerogative per l'imprenditore in minoranza:
  - materie riservate in consiglio o assemblea
  - maggioranze qualificate o diritti di veto
  - obblighi di consultazione per determinate delibere
  - meccanismi di risoluzione di stalli decisionali



## Rapporti parasociali – Meccanismi classici

- **Trasferimento di partecipazioni** - diritto di prelazione; opzione tag-along a favore dell'imprenditore (diritto di vendere alle stesse condizioni dell'investitore qualora quest'ultimo decida di liquidare la propria quota)
- **Lock-up** - obbligo dell'investitore e/o dell'imprenditore di mantenere la propria partecipazione per un termine minimo
- **Operazioni sul capitale** - modalità e limiti per la realizzazione di aumenti di capitale o altre operazioni che implicino l'ingresso di nuovi investitori
- **Informazione** - obbligo di reportistica (informazioni sulla gestione e andamento della società)



## Il disinvestimento (*exit*)

- Fase delicata soprattutto per gli investitori che debbano disinvestire con tempistiche predeterminate
- Ipotesi I - diritto / obbligo di **riacquisto da parte dell'imprenditore**
- Ipotesi II - inizio dell'*iter* per la **quotazione in borsa**
- Ipotesi III – **cessione** delle azioni o delle quote della società a terzi attraverso:
  - la cessione congiunta delle azioni o delle quote a terzi investitori
  - una clausola *tag-along*: obbliga un socio che cede ad un terzo la propria partecipazione a procurare la vendita delle quote dell'altro socio alle medesime condizioni
  - una clausola *drag-along*: diritto del socio che cede ad un terzo la propria partecipazione di vendere anche le azioni dell'altro socio, il quale ha l'obbligo di vendere (ma il diritto a ottenere condizioni almeno pari a quelle dell'altro socio)



## Un caso di scuola

- **La società *target***

- Impresa friulana posseduta al 100% dall'imprenditore e dai suoi familiari, attiva nel settore *retail*
- La società necessitava di finanziamenti in particolare per sviluppare la rete di punti vendita, aumentando la propria quota di mercato e sfruttando la favorevole congiuntura che all'epoca vedeva un grande sviluppo di centri commerciali



## Un caso di scuola



### **Prima operazione: ingresso di un fondo**

Operazione mista di acquisto di azioni e aumento di capitale (il fondo sale al 70%): tipica operazione di *capital development* – immissione nella società di nuovo capitale senza che sia incrementata l'esposizione debitoria (a differenza delle operazioni di lbo)

Patto parasociale che regola tutti gli aspetti di gestione della società e l'*exit*

Dopo soli sei mesi l'imprenditore sceglie di essere liquidato: il fondo resta unico azionista

ashurst



## Un caso di scuola



### **Seconda operazione (2005): *re-leverage***

Un secondo fondo entra nel capitale (acquisendo il 27%; il primo fondo resta al 63%; le restanti sono azioni proprie)

In parallelo, ingente finanziamento (Euro 70 milioni) per sostenerne la crescita

Forte sviluppo della rete di punti vendita, sia attraverso acquisizioni di altre catene attive nel medesimo settore sia tramite l'apertura diretta di nuovi punti vendita



## Un caso di scuola



### **Terza operazione (2006): ingresso di un nuovo fondo**

Un terzo fondo entra nel capitale acquisendo il 63% (i due investitori precedenti detengono il 30%; le restanti azioni sono acquistate da alcuni *manager*)

L'investimento è accompagnato da un finanziamento bancario di Euro 110 milioni

Il nuovo fondo sta guidando la società verso una importante espansione, anche in Cina e nell'Europa dell'est.





## Un caso di scuola

- Esempio emblematico di impresa familiare che conosce una rapida e sana espansione grazie all'*other people's money* (capitali degli investitori che si sono susseguiti)
- Percorso “bruciante” di crescita, che avrebbe potuto essere ancor più remunerativo per l'imprenditore se questi non avesse deciso di disinvestire nella fase iniziale
- La società oggi conta più di 350 punti vendita. Di recente è stata ipotizzata una possibile quotazione in borsa