



## *Bringing Clarity*

Cosa sapere prima  
di aprire il capitale  
Una guida tascabile per le PMI

**E. MORACE & CO.**  
*Italian Lawyers*

Napoli • Milano • Roma • Londra

*maggio 2022*



*La PMI, anche la più innovativa e avanzata sul piano industriale e tecnologico, di solito non è attrezzata per gestire il primo contatto con il mondo alieno della finanza.*

*Questa piccola guida tascabile non spiega i fondamenti aziendalistici o giuridici delle operazioni di finanza straordinaria e nemmeno insegna a condurre la negoziazione con un potenziale investitore.*

*Si tratta solo di una mappa concettuale, che tocca i temi potenzialmente in discussione, per far sapere che tra la PMI e l'investitore serve una mediazione culturale.*

*Affinché poi si realizzi l'operazione servono i consulenti, che siano persone perbene e che abbiano giocato molte altre volte in questo campo.*

## 1. Chi è una PMI?

La Commissione Europea definisce le PMI come realtà con

- **addetti**: meno di 249
- **fatturato**: fino a € 50 milioni oppure
- **totale di bilancio**: fino a € 43 milioni.

E si dividono in impresa:

- media (addetti 50 - 249; fatturato  $\leq$  € 50 mln o totale di bilancio  $\leq$  € 43 mln.
- piccola (addetti 10 - 49; fatturato o totale di bilancio  $\leq$  € 10 mln);
- micro (< 10 addetti e fatturato o totale di bilancio  $\leq$  € 2 mln;

Le 206mila PMI italiane rappresentano:

- $\approx$  il 5% del tessuto imprenditoriale;
- 41% del fatturato generato in Italia;
- il 33% degli occupati del settore privato
- il 38% del valore aggiunto del Paese.

(fonte: Politecnico Milano - Osservatori.net)

## 2. L'apertura al capitale

La tipica PMI è una società con modesto numero di soci, ovvero i soci sono membri di una famiglia (per i giuristi: società chiusa), laddove spesso le imprese di grandi dimensioni sono quotate in borsa e dunque hanno un'ampia platea di soci (società aperta).

Quando l'impresa cresce capita di dover scegliere come reperire la nuova finanza per svilupparsi o ai soci di decidere di passare la mano ad altri e ciò può essere fatto impiegando strumenti diversi:

- aumento del capitale riservato a terzi non soci;
- emissione di un prestito obbligazionario (*minibond*);
- cessione di una minoranza (per ridurre il patrimonio investito della famiglia o per consentire l'uscita dei soci che non sono più disposti a investire);
- cessione dell'attività, in occasione di un passaggio generazionale;
- cessione dell'attività, perché continuare obbliga a impegni che la famiglia non può assumere.

### 3. L'aumento di capitale

L'aumento di capitale serve a fornire mezzi freschi alla società, che ne diviene la beneficiaria, in cambio dell'emissione di nuove azioni da attribuire al nuovo socio sottoscrittore.

Per effetto dell'aumento di capitale i vecchi soci avranno lo stesso numero di azioni e all'incirca lo stesso valore patrimoniale, ma le loro azioni rappresenteranno una minor percentuale del capitale sociale:

- due soci possedevano 100 azioni pari al 50% ciascuno
- il terzo sottoscrive un aumento di capitale per 50 nuove azioni
- al termine dell'operazione ciascun socio possiederà il 33% del capitale.

Il patrimonio netto della società, cioè il saldo tra le poste attive e le poste passive dello Stato Patrimoniale, normalmente è superiore al capitale sociale e la differenza è data dagli utili generati nell'attività e trattenuti come riserva, per la parte non distribuita ai soci come dividendo.

Supponendo che la società abbia un capitale di 100 azioni da 1 € l'una e le riserve valgano 100 €, idealmente ciascuna azione varrà 2 € (uno di capitale + uno di riserve).

Il terzo che volesse diventare socio per 1/3 dovrebbe pagare 50 € per pareggiare il valore nominale e un sovrapprezzo di 50 € per pareggiare le riserve. In realtà spesso l'aumento di capitale avviene a un valore minore del sovrapprezzo teorico, come incentivo alla sottoscrizione.

### 4. L'emissione obbligazionaria

L'emissione obbligazionaria è il modo di raccogliere un finanziamento normalmente a medio termine (5 anni).

Il prestito frutta interessi, deducibili per l'emittente, a favore del sottoscrittore (cedola) e può essere rimborsato parzialmente da un certo punto in avanti (*amortizing*) o tutto insieme alla scadenza (*bullet*).

La diversità rispetto al mutuo erogato dalla banca è che

- non si tratta di uno strumento contrattuale, ma di una delibera della società, che approva operazione e regolamento;
- la controparte non è una banca (o un pool di banche), ma un gruppo di investitori.

Molto spesso il prestito obbligazionario è negoziato con gli investitori prima della delibera e il regolamento diviene molto simile a un medio-termine.

Una riduzione nell'utilità di emettere prestiti obbligazionari dipendeva dal limite legale, per le società non quotate, a un ammontare pari al doppio del patrimonio netto. Da svariati anni è possibile emettere obbligazioni per importi superiori, a condizione che siano destinate a essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (*minibond*). Ciò importa la preparazione di una documentazione informativa sull'emittente, da offrire ai potenziali sottoscrittori.

### 5. Il prestito obbligazionario convertibile

Il limite può essere superato anche quando le obbligazioni danno diritto di acquisire o sottoscrivere azioni (cd. prestito obbligazionario convertibile). Ciò consente al sottoscrittore di scegliere se chiedere il rimborso delle obbligazioni sottoscritte ovvero scambiarle con azioni della società. Alla fine dell'operazione, il prestito convertito equivale economicamente a un aumento "a termine" del capitale sociale. Si può prevedere la conversione a fine prestito ovvero stabilire che in periodi determinati dell'anno, per esempio al pagamento della cedola semestrale, il portatore delle obbligazioni possa convertire.



## 6. La cessione

La cessione del capitale ha molte motivazioni. In caso sia parziale consente di:

- sostituire un socio finanziariamente debole con uno più robusto;
- concedere al socio non più interessato di disinvestire senza che la società liquidi la quota, impoverendosi;
- in sede di cambio generazionale, consente di scambiare quote della società con altri beni della famiglia per lasciare l'attività a chi sia interessato;
- al nuovo socio di capire meglio la società e, prevedendolo, di offrire un percorso che nel tempo lo possa portare ad acquisire l'intero capitale;
- stringere alleanze industriali.

In tutti i casi di cessione parziale il nuovo socio negozierà insieme al contratto per la cessione anche un patto parasociale che regolamenti i suoi diritti.

L'arrivo di un nuovo soggetto deve portare la società, oggi snella, un luogo dove le decisioni sono prese informalmente, a strutturarsi per dividere chiaramente i compiti: Il commerciale non si occupa della produzione, si consulta; chi si occupa della finanza deve essere coinvolto dal capo azienda quando si progettino investimenti di capitale (*capex*).

E le decisioni sono adottate - da chi ne ha il potere - in modo formalizzato e tracciabile.

Il caso della cessione totale è emotivamente molto più complesso per chi cede, ma logicamente più semplice: negozio prezzo e condizioni, garanzie e clausola di non concorrenza, ma dopo la vendita non dovrò imparare a convivere con uno sconosciuto nell'impresa che ho gestito per 25 anni.

## 7. Quali caratteristiche aumentano il valore della PMI

L'investitore può essere un operatore del settore oppure un soggetto che si muove nel mondo finanziario (*venture capital, private equity, business angel ...*).

Chiunque sia, l'investitore desidera che l'oggetto dell'investimento sia chiaro da leggere (p. es. se la contabilità di magazzino cambia metodo ogni anno l'investitore avrà difficoltà a valutare),

In particolare l'investitore finanziario normalmente non sa fare il lavoro dell'imprenditore, sa leggere, interpretare ed elaborare i numeri, quindi chiede dati chiari e coerenti fra loro.

Una serie di informazioni incomplete o contraddittorie (p. es. l'elenco di marchi e brevetti contiene errori oppure omissioni rispetto ai registri pubblici) farà pensare che nessuno tiene la casa in ordine e la domanda è se si tratti di incapacità, sottovalutazione dell'argomento o scelta.

I dati bene ordinati e i sistemi di controllo (bilancio sottoposto a revisione, chiare procedure per investimenti o acquisti, *database* accessibili, certificazioni del prodotto o del processo ...) tendono a massimizzare il valore dell'impresa, anche agli occhi dell'investitore.

## 8. Il bilancio e la sua revisione

Le regole sulla redazione del bilancio consentono qualche elasticità nella redazione e livelli significativamente variabili nei gradi di chiarezza e di informazione fornite al lettore.

In termini generali un bilancio tecnicamente ben costruito (e veridico, ovviamente), che fornisce informazioni chiare e complete, aiuta a costruire fiducia. Un bilancio che da un anno con l'altro cambia nell'esposizione o nei criteri instilla dubbi gravi nel lettore.

Anche se è ovvio che la revisione del bilancio non può garantire che tutto sia perfettamente corretto, il fatto che il bilancio sia stato oggetto di revisione contabile tende a migliorare il tasso tecnico e a tranquillizzare l'investitore.

## 9. Le pratiche ESG

**E** = *environment* / ambiente

**S** = *social* / sociale

**G** = *governance* / gestione

Oltre le fanfare e la retorica, l'adozione di pratiche ESG anche da parte di imprese di ridotte dimensioni ha un effetto tendenzialmente positivo.

Tenere un comportamento cosciente e responsabile verso l'ambiente significa ridurre i rischi, per esempio, di inquinamento, al di là del valore morale della scelta e questo riduce l'ammontare delle garanzie che il compratore chiede al venditore (v. § 13).

Una corretta attenzione all'aspetto sociale significa una diminuzione tendenziale degli incidenti sul lavoro, una minor conflittualità con dipendenti, collaboratori, fornitori e indotto in generale.

Una chiara *governance* permette l'allocazione di responsabilità e potere di decidere, nonché di identificare scostamenti nel comportamento dell'impresa, o di alcune sue parti, rispetto a ciò che il vertice o i soci ritengono desiderabile e hanno voluto.

## 10. Il processo di negoziazione

Lettera di intenti e  
accordi di riservatezza

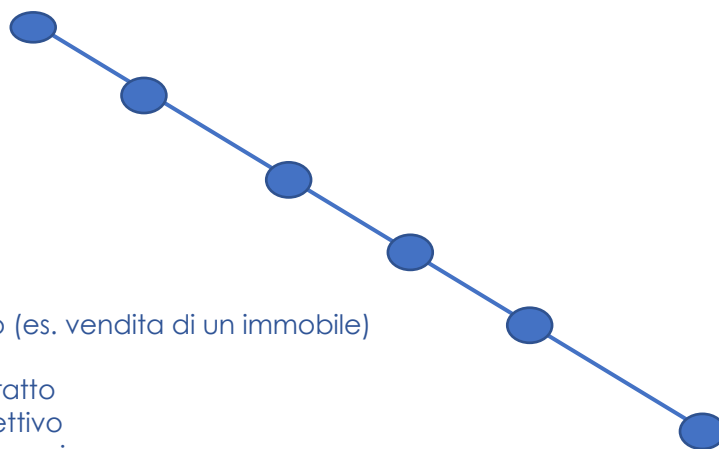
Inizia la *due diligence*

Inizia la trattativa sul contratto

Firma del contratto

Attività di aggiustamento (es. vendita di un immobile)

Esecuzione del contratto  
Scambio del corrispettivo  
Costituzione delle garanzie



## 11. La *due diligence*

La *due diligence* è il processo che l'investitore pone in essere per colmare parzialmente la differenza, e minore, quantità e qualità di informazioni relative all'impresa di cui dispone rispetto all'imprenditore, al fine di valutare

(a) l'interesse all'operazione e  
(b) il corrispettivo.

Lo scopo della *due diligence* è di capire non solo i meccanismi di funzionamento dell'impresa, ma anche il tipo, la qualità e la grandezza dei rischi che essa deve fronteggiare. Dopo la *due diligence* legale, fiscale, contabile e soprattutto di *business* l'investitore è in grado di apprezzare opportunità e rischi dell'investimento e di offrire meditatamente un corrispettivo.

La *due diligence* è un processo intrusivo, che si svolge esaminando i documenti, ma anche visitando stabilimenti e uffici, parlando con dirigenti e funzionari e, a volte, con qualche cliente o fornitore



## 12. Il contratto: un documento articolato

Che si tratti di un investimento nel capitale (aumento, cessione di quote) o di nuovo debito (*minibond*, finanziamento di una specifica operazione) il contratto che regola il rapporto è un documento complesso da scrivere e da leggere, troppo spesso piuttosto lungo.

Il contratto, oltre all'oggetto e alla regolazione economica, normalmente contiene clausole che richiedono all'imprenditore (in caso di cessione) o alla società (in caso di finanziamento) di dichiarare che rapporti dei quali è parte l'impresa sono regolarmente condotti, che i bilanci e le dichiarazioni fiscali sono redatti secondo legge, che l'impresa rispetta le leggi (analiticamente indicando gli argomenti) e indicando le eccezioni note alle garanzie (es. non sono in corso cause per responsabilità del produttore, salvo quella con il Cliente A avanti il Tribunale di B).

Inoltre il contratto prevede che l'imprenditore (o la società) si impegni a risarcire la controparte per eventi sfavorevoli originati prima dell'operazione, ma verificatosi dopo (es. un accertamento fiscale riferito a un vecchio esercizio).

## 13. Dichiarazioni, garanzie e indennizzi

La logica dello schema, di derivazione anglo-sassone, si giustifica anche nel diritto italiano, per ragioni che sarebbe un po' troppo lungo spiegare in questa sede.

Si tratta di una serie di affermazioni essenzialmente su:

- la proprietà del capitale;
- la redazione dei bilanci;
- la situazione fiscale;
- la gestione del magazzino;
- i rapporti di lavoro e collaborazione, la regolarità in materia contributiva;
- il rispetto della normativa ambientale, dell'igiene e sicurezza sul lavoro;
- la validità dei contratti in essere e il loro adempimento;
- la riscossione dei crediti;
- il contenzioso;
- .....

In caso le dichiarazioni e garanzie non si rivelassero vere, la parte che le ha formulate dovrebbe tenere indenne la controparte per gli effetti negativi (es. ho dichiarato che i crediti erano esigibili e un credito di 100 sorto prima dell'esecuzione dell'operazione non è stato pagato perché il debitore è fallito dopo il passaggio delle azioni).

Normalmente esistono una durata agli obblighi di indennizzo, un tetto massimo (*cap*), un ammontare minimo e una franchigia, che può essere relativa (e maggiore) o assoluta (e di minore importo).

## 14 Le garanzie a favore dell'acquirente

L'acquirente per poter certamente soddisfare i suoi eventuali crediti chiede che una parte del prezzo sia facilmente aggredibile o che la parte venditrice fornisca una garanzia.

Essa può essere inferiore al tetto massimo degli indennizzi previsti e decresce nel tempo, liberandosi via via somme a favore di parte venditrice.

Le due garanzie più diffuse sono la fidejussione emessa da una banca (di solito contro-garantita dal deposito di una quota del prezzo) ovvero il pegno su una quota di prezzo (*escrow*) o, con lo stesso scopo, un mandato congiunto a una società fiduciaria.

## 15. Il patto parasociale

Se l'operazione è la cessione parziale del capitale o l'aumento del capitale sottoscritto da terzi cambia la compagine sociale e, soprattutto, i nuovi soci rispondono a logiche diverse da quelle proprie degli storici.

Un sistema per regolare (a) i rapporti tra i soci e (b) i rapporti tra soci e società è quello di proceduralizzare le scelte in apposite clausole statutarie o, spesso, con un patto parasociale.

Senza entrare in temi troppo tecnici è bene ricordare che lo **statuto**

- si modifica a maggioranza e
- dura fino alla fine della società

mentre il **patto parasociale**

- si modifica all'unanimità e
- ha durata limitata (diciamo 5 anni).

Le clausole più tipiche del patto parasociale comprendono:

- la definizione di quanti amministratori o sindaci competono alla minoranza;
- i limiti ai compensi per gli organi sociali;
- i limiti ai poteri dell'amministratore delegato;
- i casi in cui si richiede la maggioranza qualificata per deliberare (in consiglio o in assemblea);
- gli obblighi di informativa periodica ai soci;
- le pattuizioni sull'adozione di particolari pratiche (p. es. modello organizzativo e organismo di vigilanza 231/2001);
- regole sui disinvestimenti da parte dei soci.

## 16. L'informativa periodica ai soci

Per le società chiuse i soci hanno diritto di ricevere solo il bilancio, ma l'investitore, industriale o finanziario, vuole informazioni ulteriori più frequenti (mensili o trimestrali, a seconda del tipo di informazione o del tipo e dimensione dell'impresa).

Ciò rappresenta una complessità e un costo e, ma è un esercizio che porta disciplina in tutta la catena di comando.

La tipica informazione minima che un investitore vuole mensilmente è data da:

- fatturato;
- margine operativo;
- posizione finanziaria;
- variazioni nel costo del personale o di componenti critici della produzione.

A seconda dei casi, su base trimestrale, l'investitore potrebbe chiedere:

- un bilancio con l'indicazione dello scostamento rispetto al budget;
- la ripartizione del fatturato per area geografica o per linea di prodotto (o entrambe, nelle aziende più grandi);
- l'andamento degli investimenti rispetto al piano industriale;
- il "magazzino" (*backlog*) degli ordini, soprattutto per chi lavori su commessa;
- alcuni indici chiave, importanti per il settore o per la specifica impresa (KPI, *Key Performance Indicator*).



**E. MORACE & CO.**

*Italian Lawyers*

Napoli • Milano • Roma • Londra

Per informazioni o approfondimenti  
Pierluigi De Biasi [p.debiasi@morace.com](mailto:p.debiasi@morace.com)

**Milano**

Via San Maurilio 19  
20123 Milano  
T.: +39 02 383 192 32  
F.: + 39 02 383 192 30

**Napoli**

Via Guantai Nuovi 11  
80133  
T.: +39 081 420 61 06  
F.: +39 081 551 40 30

**Roma**

Via S. Andrea delle  
Fratte, 24  
00187  
T.: + 39 06 993 40 555  
F.: + 99 06 929 12 762

**London**

Pennine Place - Cavell House  
2a, Charing Cross Rd  
WC2H 0HH  
Tel: +44 (0)207 816 2607  
Fax: +44 (0)207 816 5900