

Non solo bonus fiscali per convincere gli investitori

di **Alessandro Germani**

Il tessuto produttivo italiano è storicamente composto da Pmi, che hanno sempre evidenziato due grossi limiti finanziari: la cronica sottocapitalizzazione data da un massiccio ricorso al debito e l'eccessiva dipendenza dal canale bancario. Questa tendenza è stata spesso spiegata anche con il regime di favore riconosciuto al debito nei confronti dell'equity, per via della deducibilità fiscale degli interessi passivi rispetto ai dividendi. In passato, quindi, si è cercato spesso di mettere le Pmi nelle condizioni di accedere al mercato di borsa. In questo senso si ricorda l'istituzione del ristretto a fine anni '70 o l'esperienza (fallita) del Metim nel 1994.

LA SVOLTA DEL 2012

1 Ma il tentativo di trasformare il sistema finanziario nazionale verso un paradigma di mercato ha mosso i primi decisi passi soltanto dal 2012, quando i governi che si sono susseguiti con una serie di decreti di finanza per la crescita hanno creato le condizioni per lo sviluppo di strumenti di debito alternativi, quali i minibond, le obbligazioni subordinate partecipative, le cambiali finanziarie.

IL DEBUTTO DEI PIR

2 Un ulteriore decisivo impulso si è avuto con l'introduzione, da un anno a questa parte, dei Pir, la cui scommessa è stata vinta anche grazie al fatto che ci si è rivolti - con una massiccia defiscalizzazione - al pubblico dei risparmiatori. La legge di Bilancio 2018, poi, ne ha ampliato la portata con l'ingresso delle immobiliari fra gli emittenti, si è disciplinato il peer to peer lending, è stato introdotto un incentivo alla quotazione delle Pmi. Quest'ultimo si lega anche al recente sviluppo delle Spac, che costituiscono un nuovo modo di fare private equity.

IL RUOLO DEL FISCO

3 Il fisco in tutto questo ha fatto decisamente la sua parte, rimuovendo ostacoli del passato o prevedendo importanti forme di incentivazione. Ma tutto, questo sforzo, quanto mai necessario ed encomiabile, non sarà sufficiente se le imprese non faranno uno sforzo in termini di disclosure, di informativa societaria, di sistemi di controllo di gestione, elementi tutti imprescindibili per convincere all'investimento i nuovi interlocutori. Deve in ogni caso essere anche chiaro che gli strumenti finanziari alternativi coesistono e affiancano la banca, che resta sempre il primo partner a supporto dell'impresa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

NORME & TRIBUTI FOCUS

Il Sole **24 ORE**Mercoledì 7 Febbraio 2018
www.ilssole24ore.com/focus

GUIDA AI NUOVI STRUMENTI: DAI PIR ALLE SPAC

I finanziamenti per le imprese

ILLUSTRAZIONE DI STEFANO MARRA



ALL'INTERNO

IL QUADRO GENERALE

Le forme di finanziamento a disposizione

Germani - pagine 2-3

LE OBBLIGAZIONI

Minibond, interessi deducibili anche senza quotazione

Cagnoni e Germani - pagina 6

PRIVATE DEBT

Mezzanino flessibile, ma attenzione alla capienza del Rol

Germani e Ippolito - pagina 8

QUOTAZIONE

Debutto sul mercato con lo sconto sulle consulenze

D'Ugo e Germani - pagina 14

IFOCUS DEL SOLE 24 ORE

Il Sole 24 ORE, Milano, Sett. n. 3.
In vendita abbinata obbligatoria
con il Sole 24 ORE a € 2,00* (l'Focus del
Sole 24 ORE € 0,50 + il Sole 24 ORE € 1,50)

Chiuso in redazione il 3 febbraio 2018



Il quadro generale

GLI STRUMENTI

Provvista a lungo termine con l'equity

La differenza tra patrimonio e immobilizzazioni nette deve però essere positiva

Alessandro Germani

L'equity o patrimonio netto indica i mezzi propri dell'impresa ed è composto, oltre che dal capitale sociale, dalle riserve di vario genere (di utile/odi capitali), dagli utili portati a nuovo e dall'utile dell'esercizio. Le azioni sono rappresentative del capitale sociale e costituiscono la componente più junior del passivo dell'impresa, perché i loro titolari sono gli ultimi ad aver diritto al rimborso in caso di liquidazione della società o di riparto delle somme in caso di procedure fallimentari. A fronte, quindi, di un rendimento potenzialmente più elevato rispetto ad altre forme di finanziamento, esse incorporano altresì il rischio più elevato.

In una logica di adeguata correlazione fra le fonti e gli impieghi, l'equity, rappresentando una fonte di finanziamento a lungo termine, ben si presta a fronteggiare gli investimenti a lungo termine. Il margine di struttura è infatti positivo quando la differenza fra il patrimonio netto e le immobilizzazioni nette è positiva, il che significa che l'azienda riesce a finanziare i propri investimenti a lungo termine ricorrendo solo ai mezzi propri.

Le azioni attribuiscono ai titolari due tipologie di diritti:

- amministrativi (diritto di voto e di intervento nelle assemblee sociali);
- patrimoniali (diritto agli utili).

A seguito della riforma Vietti del 2003 le tipologie di azioni si sono incrementate fino a ricomprendere:

- le azioni ordinarie, che assicurano il diritto di voto e quello agli utili, garantendo il governo della società quando ricorre il requisito del controllo;
- le azioni di risparmio, che sono tendenzialmente prive del diritto di voto ma garantiscono un dividendo maggiore rispetto alle ordinarie;
- le azioni a favore dei prestatori di lavoro;
- le azioni correlate (tracking shares), che sono fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività in un determinato settore;
- le azioni privilegiate, che accanto alla limitazione del diritto di voto prevedono un rendimento addizionale e una prelazione nel riparto del patrimonio aziendale;

- le azioni con prestazioni accessorie;
- le azioni di godimento.

Complessivamente quindi l'equity, seppur con diverse sfumature, si distingue dal debito, che dà invece diritto all'interesse e al rimborso delle somme alla scadenza. Esiste poi tutta un'ampia gamma, quella degli strumenti finanziari partecipativi:

- emessi a fronte di un apporto anche di opere e servizi da parte di soci o terzi, forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti (articolo 2346, comma 6);
- emessi a favore dei prestatori di lavoro (articolo 2349, comma 2);
- forniti di diritto di voto su argomenti ad hoc e che consentono la nomina di un consigliere indipendente o di un sindaco (articolo 2351, comma 5).

In questo ambito, come si vedrà anche in seguito, si è in presenza di strumenti ibridi, che si collocano a metà strada fra le azioni e le obbligazioni.

Dal punto di vista fiscale la tassazione delle azioni riguarda le seguenti due componenti:

- il dividendo, ovvero il risultato dell'esercizio distribuito ai soci;
- il capital gain, riveniente dalla cessione delle partecipazioni come differenza fra prezzo di vendita e costo di acquisto.

Giova distinguere il caso in cui il percettore sia una società rispetto al caso di persona fisica non imprenditore. Nel primo caso i dividendi sono tassati in misura minimale, in quanto la dividend exemption dell'articolo 89 del Tuir rende imponibile solo il 5% degli stessi, con una tassazione effettiva in capo al socio dell'1,2 per cento.

Se invece il percettore è una persona fisica, a seguito delle modifiche introdotte dalla legge di Bilancio 2018 non vi è più distinzione fra partecipazioni qualificate e non qualificate, venendo il dividendo assoggettato in ambo i casi alla ritenuta d'imposta del 26 per cento.

Le stesse regole sono concettualmente valide per le plusvalenze. Infatti, se la plusvalenza è realizzata da una società e se la partecipata ha i requisiti della partecipazione exemption (articolo 87 del Tuir), la stessa è imponibile solo per il 5%, con una tassazione dell'1,2 per cento. Per le persone fisiche, invece, si applica sempre una ritenuta d'imposta del 26% indipendentemente dalla partecipazione (qualificata o non qualificata), ma l'unificazione delle due categorie riguarda le plusvalenze realizzate dal 1° settembre 2019.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le forme di finanziamento a disposizione

OBBLIGAZIONI SUBORDINATE



Le tre strade

Le particolari obbligazioni introdotte dall'articolo 32 del D.L. 83/2012 possono assumere una triplice forma:

- obbligazioni subordinate
 - obbligazioni partecipative
 - obbligazioni subordinate e partecipative al tempo stesso.
- Le prime presentano la caratteristica di essere subordinate rispetto agli altri finanziatori della società, con la specifica esclusione dei soci. Le seconde prevedono una componente fissa, avente natura di vero e proprio debito, e una componente variabile legata ai risultati economici dell'emittente. Infine, possono essere emesse obbligazioni che presentano

contemporaneamente entrambe le caratteristiche. Va da sé che la natura a metà strada fra debito ed equity consente di annoverare questi strumenti fra le cosiddette forme ibride. Sotto il profilo fiscale in capo all'emittente valgono le regole di deducibilità degli interessi passivi ai sensi dell'articolo 96 del Tuir. Un aspetto distintivo e importante riguarda invece la componente equity, legata ai risultati della società. La stessa, infatti, in deroga al principio per cui le componenti equity sono sempre fiscalmente indeducibili, costituisce un costo che la società accantona a conto economico e può dedurre fiscalmente

EQUITY CROWDFUNDING



Aumento di capitale a pagamento

L'equity crowdfunding consente alle Pmi, individuate in base alla raccomandazione 2003/361/Ce, di raccogliere capitale di rischio con una modalità che si sostanzia di fatto in un aumento di capitale a pagamento, attraverso piattaforme web vigilate dalla Consob. La gamma degli investitori potenziali è molto ampia (crowd), con un investimento unitario piuttosto modesto, a differenza di ciò che avviene, invece, nel private equity in cui interviene tipicamente un solo fondo. La platea delle potenziali imprese che si affacciano a questa modalità è stata nel tempo notevolmente ampliata. All'origine (2012) infatti lo strumento

era indirizzato solo alle start up innovative, poi nel 2015 è stato allargato anche alle Pmi innovative. Da ultimo, poi, la legge di bilancio 2017 e il successivo D.L. 50/2017 hanno definitivamente ampliato la platea fino a ricomprendere tutte le Pmi in base alla definizione comunitaria.

Occorre considerare che l'investimento, sebbene contenuto, è ad alto rischio soprattutto se indirizzato a finanziare fasi di start up o progetti innovativi. Ciò è poi amplificato dalla tendenziale illiquidità del medesimo. Per l'investimento in start up e Pmi innovative l'investitore può beneficiare di interessanti forme di incentivazione di tipo fiscale, stabilizzate a partire dal 2017

INVOICE TRADING



Finanziamento a breve termine

Il cosiddetto invoice trading costituisce una forma a breve termine a disposizione delle imprese, destinata alle esigenze di finanziamento del circolante. Si tratta del classico smobilizzo dei crediti commerciali, simile allo sconto bancario delle fatture o alla cessione del credito a società di factoring, che può avvenire in forma pro solvendo, con rischio a carico dell'impresa, oppure pro soluto, con cessione definitiva del rischio. Recentemente si stanno diffondendo delle piattaforme on line presso le quali le imprese possono smobilizzare le proprie fatture, trovando la finanzia necessaria alle proprie esigenze di circolante. Tali piattaforme possono fungere da mero

punto di incontro fra domanda e offerta oppure possono investire esse stesse nell'asset class. L'investitore tipico appare l'istituzionale che può trovare una forma di impiego del risparmio alternativa - e più interessante - rispetto al classico pronti contro termine. Può anche intervenire un veicolo di cartolarizzazione, che acquista le fatture dalla piattaforma e in cambio emette delle Abs (asset backed securities) oggetto di investimento da parte dell'istituzionale.

Tra le forme di finanziamento a breve annoveriamo anche la cambiali finanziarie, oggetto di profondo restyling nel 2012 e che presentano meccanismi di mercato e fiscali simili ai minibond

DEBITO MEZZANINO E SFP



Le altre forme ibride

Fra le forme di finanziamento ibride annoveriamo anche il debito mezzanino e gli strumenti finanziari partecipativi (Sfp). Il mezzanino è un debito a medio lungo termine di tipo subordinato, che si colloca nell'ambito delle fonti di finanziamento dell'impresa fra il debito senior e l'equity. Si compone di un debito subordinato, ovvero di un prestito vero e proprio e di un equity kicker, ovvero di una componente di tipo equity rappresentata da un warrant o una opzione call. Il rimborso del capitale avviene tipicamente alla scadenza (bullet) mentre gli interessi possono essere corrisposti per cassa ovvero in un'unica soluzione alla

scadenza assieme al rimborso del capitale (Pik, pay in kind interest). Il mezzanino trova la sua collocazione naturale nelle operazioni di Lbo (leveraged buy out) fra il debito senior e l'equity oppure in finanziamenti corporate operati oggi direttamente dai fondi di private debt.

Gli strumenti finanziari partecipativi possono essere assimilati alle azioni o alle obbligazioni, ma in ogni caso non attribuiscono lo status di socio. Lasciati come disciplina all'autonomia statutaria, essi attribuiscono al sottoscrittore diritti di tipo patrimoniale (interessi e utili) e di tipo amministrativo (ad esclusione del voto in assemblea)

PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO



Platea allargata

I Pir sono uno strumento introdotto con la legge di Bilancio 2017 che nel corso dell'anno ha raggiunto una diffusione fra il pubblico senza precedenti. Destinati al comparto retail, consentono una totale detassazione dei risultati se detenuti per 5 anni e se si rispettano, nella costruzione del portafoglio, una serie di limitazioni che riguardano l'investimento in titoli (sia azioni sia strumenti di private debt) di imprese italiane o radicate sul nostro territorio, nel limite di 30mila euro annui e 150mila euro complessivi. Una parte dell'investimento (il 21%) non deve riguardare imprese quotate al FTSE MIB o su principali listini europei.

L'obiettivo è quello di canalizzare il risparmio italiano verso le Pmi meritevoli di finanza per lo sviluppo. Con la legge di Bilancio 2018 il panel degli emittenti è stato ampliato fino a ricomprendere anche le immobiliari, che in precedenza ne erano espressamente escluse. La misura è indirizzata al pubblico, ma le difficoltà di gestione amministrativa e fiscale dello strumento e l'esigenza di operare correttamente la scelta di investimento e diversificazione dei titoli hanno suggerito di demandare la gestione a intermediari ad hoc (banche, Sim, Sgr, compagnie assicurative). Possono investire in Pir anche le casse di previdenza e i fondi pensione

PEER TO PEER LENDING



Nuovo regime fiscale

Il P2P lending è una forma di crowdfunding applicata al comparto del debito, in quanto prevede l'utilizzo di piattaforme tecnologiche online, al posto dei tradizionali canali bancari, con lo scopo di mettere in contatto le imprese, ovvero un soggetto tipicamente in deficit, con i risparmiatori, ovvero soggetti tipicamente in surplus. Si tratta, quindi, di una forma di credito fra privati che si può annoverare nell'ambito di quei servizi fintech oggi particolarmente in fase di sviluppo. Il tasso percepito dall'investitore è tipicamente più elevato rispetto a quello degli intermediari finanziari tradizionali, quindi in regime di tassi bassi lo

strumento costituisce una forma di investimento concorrenziale. Al tempo stesso, per il prestatore può essere vantaggioso in quanto il costo è inferiore a quello del credito al consumo. Un aspetto molto importante è la regolamentazione che il fenomeno ha avuto dal punto di vista fiscale con la legge di Bilancio 2018. In passato infatti gli interessi percepiti venivano tassati in base all'aliquota marginale dell'investitore, oggi invece costituiscono redditi di capitale assoggettati a ritenuta alla fonte a titolo d'imposta del 26%. Gli strumenti di P2P lending sono stati poi introdotti fra le forme di investimento agevolate per casse di previdenza e fondi pensione

MINIBOND PER LE PMI



Massima flessibilità

I minibond sono obbligazioni destinate a imprese diverse dalle banche e dalle microimprese, la cui disciplina è avvenuta a partire dal 2012 attraverso i cosiddetti decreti per la finanza di sviluppo, con l'obiettivo di costituire per le Pmi italiane una valida alternativa al credito bancario e ridurre la cronica dipendenza. Presentano un costo per l'emittente che è in certi casi superiore a quello del credito bancario, ma possono accompagnare lo sviluppo delle imprese attraverso forme e modalità (ad esempio rimborso bullet) più flessibili rispetto al classico finanziamento bancario a medio lungo termine. Gli investitori in minibond sono

tipicamente soggetti istituzionali (non il pubblico). Un ruolo fondamentale è giocato dall'advisor, che accompagna l'impresa nella redazione del business plan e dell'information memorandum, imprescindibili per realizzare l'emissione obbligazionaria. Sotto il profilo fiscale lo strumento consente la deducibilità degli interessi passivi per la società emittente in base al cosiddetto Rol disciplinato dall'articolo 96 del Tuir e quindi alle stesse condizioni di un finanziamento bancario. I costi sostenuti per l'emissione dei titoli possono essere dedotti sia per cassa sia per competenza. I principali chiarimenti fiscali sono contenuti nelle circolari 4/E/13 e 29/E/14

SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY



Nuova operazione di private equity

La Spac (Special purpose acquisition company) è un veicolo costituito da un team di promotori (sponsor) finalizzata a raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in borsa, che serviranno successivamente ad effettuare un'acquisizione (business combination), allo scopo di fondere poi assieme le due entità. La target beneficerà dello status di quotata della Spac. Consiste, in sintesi, in una nuova modalità di fare operazioni di private equity. La Spac ha un orizzonte temporale limitato, fra i 12 e i 24 mesi, per perfezionare la propria acquisizione, che verrà portata al vaglio degli investitori, i quali potranno votare a favore

dell'operazione o, in caso contrario, esercitare il diritto di recesso. Trascorso inutilmente l'orizzonte temporale per l'investimento la società dovrà essere liquidata. Il vantaggio per l'emittente consiste nel fatto di non doversi cimentare con il mercato (e la sua volatilità) per la determinazione del prezzo di emissione in borsa, poiché lo stesso verrà negoziato direttamente con i promotori. L'investitore, dal canto suo, beneficia di una forma di investimento che, grazie alla quotazione, è molto più liquidabile rispetto ad esempio al private equity. Di recente lo sviluppo dello strumento è in forte crescita e il settore inizia a connotarsi per alcune forme di specializzazione

L'altra ipotesi. Gli interessi ai finanziatori sono deducibili

La leva fiscale guida la scelta del debito

Alessandro Germani

■ Nel passivo dello stato patrimoniale di un'impresa il debito è tendenzialmente l'altra fonte di finanziamento rispetto all'equity. Distinguiamo il debito di funzionamento, ovvero le dilazioni concesse dai fornitori a vario titolo dell'impresa, da quello di finanziamento. Quest'ultimo può essere concesso da banche o da altri soggetti finanziari.

Mentre l'equity ha un connotato intrinseco di lungo termine, il debito può essere di breve termine oppure di medio-lungo termine. Infatti, il finanziamento di acquisizioni di società o aziende in una logica di crescita, l'apertura di nuovi mercati o l'acquisto di impianti devono essere effettuati con equity o debito a lungo, proprio per assecondare la correlazione fra fonti e impieghi.

Invece, il finanziamento del circolante, che costituisce un attivo a breve, viene solitamente effettuato ricorrendo al debito a breve.

La struttura finanziaria ottimale consente infatti di addossare a un mix adeguato di fonti e impieghi sulla base della loro scadenza.

La scelta di ricorrere all'equity o al debito per finanziare le imprese ha storicamente avuto a che fare con la variabile fiscale. Ciò in considerazione del fatto che la remunerazione del capitale proprio, ovvero i dividendi, non sono fiscalmente deducibili all'atto della loro distribuzione. Viceversa, se un'impresa si indebita, dovrà corrispondere gli interessi ai propri finanziatori e gli stessi costituiscono un costo fiscalmente deducibile. Ciò, nel tempo, ha spinto molte imprese a preferire il debito ai mezzi propri.

Il comune denominatore in tema di debito è il concetto di leva finanziaria, ovvero quel ricorso all'indebitamento che, in presenza di una redditività aziendale (Roi - return on investment) superiore al costo dei finanziamenti ottenuti (i), va ad incrementare la remunerazione del capitale proprio (Roe - return on equity) sulla base della seguente equazione:

$$\text{Roe} = \text{Roi} + D(\text{Roi} - i)E$$

Se, infatti, il Roi è maggiore del tasso di finanziamento di mercato, allora conviene incrementare l'indebitamento (D) rispetto all'equity (E) perché all'aumentare del rapporto D/E si genera anche un aumento del Roe, ovvero del rendimento per gli azionisti, innescando un circolo virtuoso.

Ma la leva finanziaria funzio-

na anche al contrario, depri-mendo il Roe nel caso in cui la redditività aziendale divenga inferiore al tasso di finanziamento, motivo per cui tale strumento va sempre dosato con la massima attenzione.

In presenza di imprese indebitate un indicatore assai utilizzato è la cosiddetta posizione finanziaria netta (Pfn), ovvero l'indebitamento netto dato dalla differenza fra i debiti finanziari (banche, leasing, factoring eccetera) e la cassa attiva a disposizione.

Come si vedrà anche in seguito, la Pfn è un indicatore fondamentale per le operazioni di private equity e private debt, come per la valorizzazione dell'impresa se si adottano i multipli di mercato o il metodo finanziario.

Coerentemente con la logica aziendale per cui il debito deve essere dosato in funzione dell'investimento che va a coprire e del giusto mix rispetto all'equity, anche il legislatore fiscale ha posto dei limiti alla deducibilità degli interessi passivi, attraverso la

L'UTILIZZO DETTA I TEMPI

Nel caso di operazioni come acquisizioni di società o acquisto di impianti è preferibile un indebitamento a medio-lungo termine

norma dell'articolo 96 del Tuir. Al riguardo, infatti:

■ gli interessi passivi e gli oneri assimilati sono liberamente deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi e dei proventi assimilati;

■ l'eccezione è deducibile nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (il cosiddetto Rol).

Il Rol è la differenza fra il valore e i costi della produzione delle lettere a) e b) dell'articolo 2425 del Codice civile, con esclusione degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali e dei canoni di leasing.

Concettualmente, quindi, il Rol è simile all'Enitda (earning before interest, taxes, depreciation and amortization). Esiste inoltre la possibilità di riportare senza limiti temporali:

■ delle eccedenze di Rol, cioè della quota di Rol non utilizzata;

■ degli interessi passivi netti indeducibili nell'anno. Questo garantisce un'elevata flessibilità, dando la possibilità di dedurre in futuro importi prima non deducibili oppure di sfruttare in futuro delle eccedenze generatesi in passato.

Operazioni finanziarie

APPROCCIO «HANDS ON»

Leveraged buyout con fusione della target e della newco

Lbo, la forma più diffusa di private equity: investimento di capitale

PAGINA A CURA DI

Alessandro Germani

Il private equity consiste nell'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, al fine di valorizzarle e pervenire alla loro dimissione in un orizzonte di medio lungo termine (cinque-sette anni).

Esso, in base alla fase di vita dell'impresa, si distingue in:

- venture capital, che finanzia le attività di seed e start up, ovvero quelle più embrionali e quindi più rischiose;
- development capital, che finanzia la crescita interna o esterna (per acquisizioni) a fronte di un intervento di minoranza;
- buy out, che rappresenta un radicale cambiamento dell'assetto societario in aziende mature.

Come investimento nel capitale di rischio il private equity si distingue dalla quotazione in borsa trattandosi di una modalità privata, non destinata al pubblico. Talune esigenze di informativa societaria e di corporate governance sono comuni ad entrambi, di certo l'approccio del fondo è "più presente" nella conduzione azienda-

le e nelle scelte strategiche (approccio cosiddetto hands on).

LBO

La forma più diffusa è senza dubbio il leveraged buyout (Lbo), ovvero l'acquisizione del controllo di un'impresa target ad opera del fondo che allo scopo costituisce una newco. Quest'ultima viene finanziata in parte con equity e in parte ricorrendo al debito:

- di tipo senior, di solito erogato dalle banche, a medio lungo termine e privilegiato rispetto alle altre forme;
- di tipo junior o mezzanino, subordinato rispetto al precedente e con garanzie di secondo grado rispetto al primo.

Nello schema classico la newco acquista il 100% del capitale della target utilizzando le fonti sopra individuate e procede poi ad incorporarla (attraverso una fusione diretta oppure inversa, in cui è la target ad incorporare la newco) in modo tale da far coincidere il soggetto che genera i flussi di cassa (la target) con quello che ha contratto i finanziamenti necessari all'acquisizione (la newco). Trascorso l'orizzonte temporale di permanenza del fondo, l'exit generalmente avverrà mediante:

- la quotazione in borsa;
- il secondary buyout, ovvero l'acquisto da parte di un altro fondo di private equity;
- il trade sale, ovvero l'acquisto da parte di un operatore industriale interessato all'impresa;
- il riacquisto da parte dell'imprenditore che aveva ceduto le proprie

partecipazioni al fondo.

FONDO E IMPRESA

Generalmente il fondo accompagna "attivamente" l'impresa, mettendole a disposizione le proprie competenze industriali e/o finanziarie, affinché la stessa proceda nel proprio sviluppo e consenta al fondo di massimizzare il proprio ritorno dell'investimento (Irr - internal rate of return) in fase di exit. Da questo punto di vista il miglioramento passerà attraverso la combinazione dei seguenti fattori:

- una migliore performance economica testimoniata da un incremento dell'Ebitda;
- un miglioramento finanziario inteso come riduzione dell'indebitamento (miglioramento della Pfn);
- l'utilizzo di un multiplo più elevato rispetto a quello della transazione originaria.

Soprattutto i primi due elementi dipendono dalle capacità gestionali del management e del fondo.

Il Lbo è una struttura in cui convivono aspetti di finanza e di fisco in relazione ad equity, debito e acquisizioni. Infatti l'utilizzo del debito:

- consente di beneficiare dello scudo fiscale connesso alla deducibilità degli interessi passivi (secondo le regole del Rol secondo l'articolo 96 del Tuir);
- richiede che la target sia un'impresa matura con buona generazione di flussi di cassa (cosiddetto cash cow).

CESSIONE PARTECIPAZIONI

La cessione delle partecipazioni genera plusvalenze che in capo alle persone fisiche cedenti sono tassate (dall'1° gennaio 2019) con l'applicazione di una ritenuta d'imposta del 26%, a meno che non si benefici dell'opportunità di affrancare il valore delle partecipazioni detenute (la sostitutiva è attualmente pari all'8%) in base a provvedimenti che di tempo in tempo vengono riaperti.

Se il cedente è una società si può beneficiare invece della Pex (articolo 87 Tuir). La fusione per incorporazione di newco e target è un'operazione neutra fiscalmente, non generando plusvalenze. I maggiori valori ascrivibili alla target (imputati a cespiti e/o avviamento) possono essere fiscalmente affrancati assoggettandoli ad imposta sostitutiva (ad esempio secondo l'articolo 176 comma 2-ter Tuir).

L'agenzia delle Entrate ha fornito importanti chiarimenti sugli Lbo nella circolare 6/E/16.

Il quadro

DEFINIZIONE DI POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

- Disponibilità liquide
- Altre attività finanziarie correnti
- Crediti finanziari correnti
- Debiti bancari correnti
- Parte corrente dell'indebitamento non corrente
- Altre passività finanziarie correnti
- Debiti per leasing finanziario correnti

Indebitamento finanziario corrente netto (a)

- Debiti bancari non correnti
- Obbligazioni emesse
- Altre passività finanziarie non correnti
- Debiti per leasing finanziario non correnti

Indebitamento finanziario non corrente (b)

Indebitamento finanziario netto o posizione finanziaria netta (c = a + b)

LA MAPPA DEGLI INDICI DI BILANCIO

D/E (Debt to equity)

Detto anche indice di indebitamento, si tratta del rapporto fra i debiti totali e il capitale proprio; misura il grado di partecipazione delle due tipiche fonti di finanziamento (capitale di debito e capitale di rischio) agli investimenti complessivi dell'impresa.

Current ratio

«Current ratio» è definito anche indice di disponibilità, si tratta del rapporto fra attività correnti e debiti correnti; confronta la liquidità immediata e gli incassi prevedibili per vendite già effettuate (crediti) o da effettuarsi (scorte) con gli impegni di pagamento.

Acid test ratio

«Acid test ratio» è detto anche indice di liquidità, si tratta del rapporto fra le disponibilità immediate e quelle differite rispetto ai debiti correnti; esso prescinde quindi dalla componente meno liquida dell'attivo circolante che è rappresentata dalle scorte.

Roe

Si tratta del cosiddetto «Return on equity». È dato dal rapporto fra l'utile netto ed i mezzi propri. Rappresenta pertanto un indicatore di performance per gli azionisti, in quanto misura la remunerazione del capitale proprio.

Roi

Si tratta del cosiddetto «Return on investment». È dato dal rapporto fra il risultato operativo (Ebit - Earning before interest and taxes) e il capitale investito. Rappresenta pertanto un indicatore di performance dell'azienda, in quanto misura la remunerazione del capitale proprio e di quello di terzi, ovvero del capitale investito.

Ebitda

Si tratta del cosiddetto «Earning before interest taxes depreciation and amortization». Corrisponde alla differenza fra i ricavi e i costi operativi prima di calcolare l'area finanziaria, gli ammortamenti e le svalutazioni. Piace agli analisti in quanto essendo calcolato prima degli ammortamenti non soggiace alle politiche di bilancio del management. Per come è composto, è una valida proxy del flusso di cassa, ricomprendendo anche i costi non monetari (ammortamenti).

IL CONFRONTO TRA PRIVATE EQUITY E SPAC

Elementi comuni

- Track record e reputazione dei promotori che risultano essenziali per il successo dell'operazione
- Coinvestimento del management team nell'iniziativa
- Non esiste un target pre-identificato di investimento
- Remunerazione del management team in parte legata ai risultati

Differenze

- L'investimento nella Spac è quotato e quindi dotato di elevato grado di liquidità, a differenza di quello in un fondo di private equity che è sostanzialmente illiquido
- Il versamento avviene in un'unica soluzione nella Spac, mentre nel private equity si opera attraverso i richiami (drawdown)

- Vi è un effetto concentrazione dell'investimento tipico della Spac, a differenza del private equity che effettua più investimenti e quindi consente una maggior diversificazione
- Non esistono nella Spac costi di tipo continuativo (management fees) che sono invece tipici del private equity
- Nel private equity gli investitori hanno solitamente una funzione consultiva all'interno dell'advisory board, nella Spac invece dispongono di un vero e proprio diritto di "voice" in merito alle proposte del management team
- Nella Spac vi è sempre la possibilità di exit per via del fatto che l'investimento è maggiormente liquido e liquidabile.

Progetti di finanziamento

DUE DILIGENCE E BUSINESS PLAN

Private debt, strada alternativa per sostenere progetti di sviluppo

Rispetto al canale tradizionale serve uno sforzo maggiore nella preparazione dei contratti

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

Col termine di private debt si intendono quelle forme di finanziamento alle imprese alternative sia al private equity, che interviene con apporto di capitale di rischio, sia alla banca tradizionale.

In Italia non esiste una definizione normativa di private debt, ma lo stesso è individuato in base agli strumenti di debito che nel tempo il legislatore ha disciplinato, a partire dal decreto Crescita (Dl 83/2012) e dal decreto Destinazione Italia (Dl 145/2013).

GLI OBIETTIVI

L'obiettivo prefissato è quello di trasformare il sistema finanziario nazionale, tradizionalmente orientato agli intermediari, come le banche, in un sistema più orientato al mercato. Tale esigenza si è accresciuta a seguito della crisi finanziaria del 2007 e della ridotta capacità per le imprese di ottenere la finanza necessaria alla crescita e allo sviluppo, oltre che alle esigenze del quotidiano. L'aspetto si è poi acuito con le stringenti regole di Basilea per le banche, che hanno impattato fortemente sulla loro capacità di lending, soprattutto verso le Pmi, nonché col massiccio quantitativo di Npl (Non performing loans) che gravano sui bilanci delle banche, limitandone la capacità di nuova erogazione.

Questa finanza innovativa riguarda in particolare le Pmi che, in base alla definizione comunitaria della Raccomandazione n. 2003/361/Ce, si distinguono in:

- micro imprese, con meno di 10 dipendenti e un fatturato annuo non superiore a 2 milioni di euro;
- piccole imprese, con meno di 50 dipendenti e un fatturato annuo inferiore a 10 milioni di euro;
- medie imprese, con meno di 250 dipendenti e un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro (o un totale dell'attivo inferiore a 43 milioni).

IL CONFRONTO

È importante considerare le differenze, in caso di ricorso ad un private debt rispetto alla banca tradizionale. La banca, infatti, opera generalmente su tutto il territorio nazionale (o

locale) con molti dipendenti, un portafoglio molto polverizzato e offre all'impresa un'ampia gamma di tipologie di finanziamento, che spaziano dal breve al lungo (scoperto, anticipo fatture, mutuo, finanziamento in pool). Il private debt, invece, si concentra su poche imprese, che decide di finanziare dopo un'accurata due diligence, analizzandone a fondo il business plan.

Questo richiede un notevole sforzo in termini di predisposizione dei contratti di finanziamento ed un intervento molto più attivo nel monitoraggio dell'impresa finanziata rispetto a quanto tipicamente viene effettuato dalla banca. Spesso, infatti, il private debt richiede dei covenant finanziari a garanzia della propria esposizione e, nel caso in cui il credito divenga problematico, il suo approccio è molto più incisivo e mira ad una gestione attiva del credito stesso, cedendolo a terzi o anche convertendolo in equity. A differenza di quanto avviene con la banca, nel fondo di private debt l'impresa può trovare un partner strategico, similmente a quanto visto già accade per il private equity. Ciò, tuttavia, in cambio di una presenza molto più invasiva rispetto al partner bancario.

Nel prosieguo verranno analizzate una serie di strumenti che possono essere fatti rientrare in questa categoria, quali i minibond, le obbligazioni subordinate e partecipative, il mezzanino, gli strumenti finanziari partecipativi. In molti casi si registra una contestuale presenza di componenti equity. E questo induce a parlare di forme ibride fra debito ed equity. In tutti i casi, poiché il comune denominatore è il debito, l'impresa dovrà comunque soggiacere ai limiti previsti dall'articolo 96 del Tuir in tema di deducibilità degli interessi passivi.

IL FATTORE-COSTO

Un discorso a parte meritano, infine, i costi di queste operazioni. Risulta, infatti, minore la standardizzazione rispetto al prodotto bancario (l'approccio del fondo è più di tipo tailor made) e l'eventuale presenza di componenti equity testimonia una maggiore rischiosità dello strumento. Tutto ciò genera costi mediamente più elevati rispetto al classico finanziamento bancario. Tuttavia, il private debt non va considerato come sostitutivo del canale bancario, dovendo i due coesistere nel passivo delle imprese, perché rispondono ad esigenze differenti. Il rimborso del capitale alla scadenza tipico del private debt è in grado, infatti, di soddisfare meglio le esigenze finanziarie delle imprese in progetti di sviluppo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Configurazioni della struttura finanziaria

IMPIEGHI	FONTI
Come si compone l'attivo fisso ● Immobilizzazioni nette (In) Come si compone l'attivo circolante ● Scorte (S) ● Attività finanziarie (Af) ● Attività liquide (Al)	Quali sono le fonti di finanziamento a lungo ● Equity (E) ● Debiti a medio lungo termine (Dml) Quali sono le fonti di finanziamento a breve ● Debiti a breve (Db)

Margine di struttura = E - In

Il margine di struttura è positivo quando l'attivo fisso è interamente coperto dai mezzi propri; l'impresa risulta in perfetto equilibrio finanziario (ci può essere spazio anche per l'attivazione di un po' di leva finanziaria che è in grado di incrementare il Roe)

Il margine di struttura è negativo quando i mezzi propri non coprono l'attivo fisso; se la copertura è ottenuta con il debito a medio lungo termine l'impresa resta in equilibrio, se invece deve intervenire anche il debito a breve l'impresa è in disequilibrio, perché si finanzia un attivo a lungo termine con il concorso di un passivo a breve (situazione di mismatch finanziario)

Fondo di rotazione (working capital) = P + Dml - In

Il fondo di rotazione è positivo quando l'attivo fisso è interamente coperto dal passivo (equity + debito) a medio lungo termine; l'impresa è in equilibrio finanziario perché copre l'attivo a lungo termine con delle fonti aventi la stessa scadenza

Il fondo di rotazione è negativo quando l'attivo fisso non è interamente coperto dal passivo (equity + debito) a medio lungo termine; l'impresa è in disequilibrio finanziario perché parte dell'attivo fisso viene coperto con il passivo a breve e, pertanto, manca correlazione temporale tra fonti e impieghi a livello di scadenze (situazione di mismatch finanziario)

Capitale circolante netto (Ccn) = S + Af + Al - Db

Il capitale circolante netto è positivo quando il passivo a breve è inferiore all'attivo circolante, motivo per cui parte di quest'ultimo sarà finanziato con fonti a lungo

Quando il Ccn è positivo allora anche il fondo di rotazione è positivo e l'impresa è in equilibrio finanziario

Il capitale circolante netto è negativo quando il passivo a breve è superiore all'attivo circolante, motivo per cui il passivo a breve copre anche parte dell'attivo fisso

Quando il Ccn è negativo allora anche il fondo di rotazione è negativo e l'impresa è in disequilibrio finanziario

I Fia. Niente ritenuta sugli interessi per i finanziamenti

Prestiti anche da Oicr e Spv

Nell'ambito della categoria del private debt si possono far rientrare anche i cosiddetti fondi di credito, attivi nel direct lending disciplinato dal decreto legge 18/2016. In particolare, la misura ha introdotto nell'ambito del Testo unico della Finanza la possibilità di:

- erogazione diretta di crediti da parte di Fondi di investimento alternativi italiani (cosiddetti Fia);
- erogazione diretta di crediti da parte di Fia autorizzati Ue in Italia.

In questo modo l'attività di concessione di finanziamenti, tradizionalmente riservata alle banche e agli istituti finanziari e poi estesa anche a compagnie di assicurazione e Spv (special purpose vehicle) di cartolarizzazione, è stata estesa

PAROLA CHIAVE

Direct lending

È la possibilità per i Fondi di investimento alternativi (Fia), italiani o esteri di concedere prestiti direttamente alle imprese. Lo strumento è regolato dal decreto legge n. 18/2016 che ha completato il quadro normativo sul tema. Le nuove regole impongono al gestore obblighi di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti e lo assoggettano alle relative sanzioni previste dal Testo unico bancario.

altresì agli Oicr (organismi di investimento collettivo nel risparmio).

Dal punto di vista fiscale è esclusa la ritenuta sugli interessi relativi a finanziamenti a medio lungo termine a favore di imprese italiane erogati da (articolo 26, comma 5-bis, del Dpr 600/1973):

- enti creditizi stabiliti in Stati membri Ue;
- imprese assicurative costituite e autorizzate ai sensi di normative emanate da Stati Ue;
- investitori istituzionali esteri, anche privi di soggettività tributaria, di cui all'articolo 6, comma 1, lettera b), del Dlgs 239/1996, soggetti a forma di vigilanza nei paesi esteri nei quali sono istituiti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Obbligazioni

STRUMENTI PER I PICCOLI

Minibond, interessi deducibili anche senza quotazione

A differenza dei Pir sono strumenti destinati agli investitori e non al retail

PAGINA A CURA DI
Davide Cagnoli
Alessandro Germani

■ Nell'ambito del private debt un ruolo importante è rappresentato dai cosiddetti minibond, istituiti con i decreti Crescita del 2012 (Dl n. 83/2012 e 179/2012) e successivamente tarati meglio con i decreti Destinazione del 2013 (Dl n. 145/2013) e Competitività del 2014 (Dl n. 91/2014). Si tratta di strumenti destinati tipicamente a finanziare le Pmi di definizione comunitaria, essendo espressamente escluse come soggetti emittenti le banche e le cosiddette micro-imprese.

I DESTINATARI

È importante notare che si tratta di strumenti destinati all'universo degli investitori istituzionali (banche, Sim, Sgr, Sicav, eccetera) e non al pubblico retail. Da questo punto di vista, possiamo quindi notare un'importante differenza rispetto

ai cosiddetti Pir, che la legge di Bilancio 2017 ha invece introdotto guardando alle necessità finanziarie degli stessi emittenti, ma indirizzando il prodotto direttamente al pubblico dei risparmiatori, seppur prevedendo un coinvolgimento degli istituzionali nella complessa gestione del prodotto.

Trattandosi di uno strumento alternativo al classico finanziamento bancario, è importante evidenziarne i costi per comprendere quanto sia concorrenziale. Essi si aggirano fra l'1% e il 2,5% per l'emissione e l'eventuale quotazione, oltre ad un costo annuo ricorrente di circa 15 mila euro (più ulteriori 2 mila euro se si desidera ottenere il rating dell'emissione da parte di una società specializzata).

I PROFILI FISCALI

È utile evidenziare i profili di carattere societario e fiscale che hanno contribuito a rendere appetibili questi strumenti.

Dal punto di vista societario, il decreto Crescita ha riformulato il comma 5 dell'articolo 2412 del codice civile in tema di limiti all'emissione delle obbligazioni, stabilendo che l'emissione obbligazionaria possa superare il doppio del capitale sociale e delle riserve (legale e disponibili) risultanti dall'ultimo bilancio approvato se sono emesse:

- obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione;
- obbligazioni convertibili in azioni.

Ciò consente, pertanto, di superare la precedente impostazione per cui il superamento era ancorato al fatto che le azioni dell'emittente fossero quotate. Ora ciò che conta per superare la soglia è che sia quotata invece l'obbligazione oggetto di emissione.

I profili fiscali dei minibond riguardano poi, rispettivamente, il sottoscrittore e l'emittente.

Quanto al primo, l'articolo 32 del decreto legge n. 83/12 ha esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal Dlg n. 239/96 (regime dei cosiddetti grandi emittenti) anche alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli similari siano negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. Conseguentemente, il percettore del minibond subisce:

- un'imposta sostitutiva del 26% se è una persona fisica, un ente o società non commerciale (cosiddetto soggetto nettista);
- nessun prelievo alla fonte se è una impresa, società o ente commerciale residente in Italia o un soggetto residente in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

IL CONFRONTO CON I TASSI BANCARI

Strumento flessibile

Un aspetto chiave quando si struttura l'emissione di un minibond è il confronto col classico finanziamento a medio lungo termine accordato dalla banca. Al di là dell'approccio differente fra i due interlocutori, descritto a pagina 5 sul private debt, è importante soffermarsi su costi e caratteristiche dei prodotti. Oltre al costo dell'emissione per l'intervento dei consulenti (più eventuale rating e quotazione), i minibond nel corso del 2017 hanno fatto registrare dei rendimenti nell'intervallo del 4-5%.

Si consideri che negli anni precedenti tali rendimenti avevano toccato anche il 7-8%, quindi lato emittente il prodotto ha guadagnato una forte competitività. Se confrontati con il tasso di interesse che una banca richiede su un finanziamento a medio lungo termine, è possibile che in taluni casi il minibond sia un po' più oneroso. Tuttavia, in una logica di finanza straordinaria è importante che il finanziamento si adatti bene alle capacità di rimborso. Sotto questo profilo il minibond può essere costruito in maniera molto flessibile.

L'articolo 21 del decreto legge n. 91/14 ha poi esteso l'esenzione da ritenuta anche ai proventi:

- dei titoli detenuti da investitori qualificati (articolo 100 Tuf), al fine di agevolare le operazioni di private placement assai diffuse nei mercati internazionali;
- percepiti da Oicr italiani o Ue purché il patrimonio sia investito per oltre il 50% in tali titoli e le relative quote siano detenute da investitori qualificati;
- corrisposti a società di cartolarizzazione crediti emittenti titoli detenuti da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito per più del 50% in tali titoli.

In capo all'emittente, gli interessi passivi sono ordinariamente deducibili in base all'articolo 96 del Tuir, indipendentemente dalla quotazione del minibond, perché il decreto internazionalizzazione del 2015 (Dl n. 147/2015) ha permesso di superare tale condizione, oltre a quella gravosa della cosiddetta legge Prodi. Per ciò che concerne, poi, i costi sostenuti per l'emissione dei minibond, questi sono deducibili nell'esercizio di sostenimento, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

Il principio di deducibilità è quindi quello per cassa (circolare n. 4/E/13), ma nulla vieta di dedurre i costi per competenza in base alla loro imputazione civilistica (circolare n. 29/E/14).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

La guida. Tra i potenziali sottoscrittori anche banche, imprese di investimento e società di gestione del risparmio

Dall'advisor al rating: la bussola per le emissioni

■ È opportuno evidenziare gli aspetti di mercato dei minibond, a partire dalla comprensione circa lo strumento e le sue caratteristiche. Si tratta, in sostanza, di obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società italiane non quotate, tipicamente Pmi, normalmente destinate a:

- piani di sviluppo;
- operazioni di finanza straordinaria;
- operazioni di refinancing.

Essi permettono, quindi, alle società non quotate di aprirsi al mercato dei capitali in relazione al comparto del debito, riducendone la cronica dipendenza dal credito bancario.

Con riferimento ai potenziali emittenti, si tratta di società italiane non quotate, diverse dalle banche e dalle micro imprese. Il fattu-

rato deve pertanto superare i 2 milioni di euro ovvero l'organico deve essere composto da almeno dieci dipendenti.

Dal lato, invece, dei potenziali sottoscrittori, vanno di fatto ricomprese le banche, le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio (Sgr), le società di investimento a capitale variabile (Sicav), gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo unico bancario e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento, anche aventi sede legale in uno Stato extracomunitario, purché autorizzate alla prestazione di servizi nel territorio dello Stato. Si tratta, quindi, del comparto degli investitori istituzionali, con esclusione del pubblico dei risparmiatori (a diffe-

renza quindi dei Pir).

È importante, poi, soffermarsi sugli attori coinvolti nel processo di emissione dello strumento. Si tratta, in particolare, in primis dell'advisor, ovvero del consulente che affianca l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del business plan, nella redazione dell'information memorandum e nella definizione dei tempi e delle modalità dell'emissione.

Vi sono, poi, i consulenti legali, che verificano gli aspetti formali e di compliance rispetto ai contratti e ai regolamenti o prospetti dell'emissione. L'arranger, invece, si occupa del collocamento dei titoli sul mercato, individuando i potenziali investitori e occupandosi del "fine tuning" rispetto alla definizione dei rendimenti offerti. Spesso la figura coincide con

l'advisor, perché l'unificazione dei due ruoli consente all'emittente di negoziare un'unica fee e di ridurre conseguentemente i costi, soprattutto nelle operazioni di taglio più ridotto.

Un ruolo importante è poi quello della società di rating, che provvede, se richiesto, alla valutazione indipendente sull'emissione ed effettua una revisione ed un aggiornamento del giudizio almeno una volta all'anno.

Infine, Borsa italiana gestisce il segmento professionale (Pro) del mercato Extramot, dedicato appunto alla negoziazione di obbligazioni e di altri titoli di debito emessi dalle società di capitali.

In conclusione, per completare l'analisi può essere utile ricapitolare le fasi classiche di un'emissione di minibond:

- l'analisi preliminare di fattibilità dell'operazione sulla base delle esigenze dell'emittente e delle sue caratteristiche;
- la strutturazione dell'operazione con un focus particolare sui termini e sulle condizioni delle obbligazioni, ovvero durata del prestito, tasso di interesse applicabile, ammontare complessivo dell'emissione, garanzie, eccetera;
- la valutazione dell'emissione da parte di un'agenzia di rating, in quanto l'ottenimento del rating consente all'emittente di ridurre, a parità di condizioni, il costo della raccolta;
- la ricerca dei potenziali investitori, che è preceduta da una fase di vera e propria attività di pre-marketing presso gli stessi
- l'emissione dei titoli.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Obbligazioni STRUMENTI PER I PICCOLI

Subordinate e partecipative strada alternativa per le Pmi

Nelle forme ibride
la componente
variabile
va accantonata
a conto economico

PAGINA A CURA DI
Davide Cagnoli
Alessandro Germani

Tra gli strumenti di finanziamento riconducibili al *private debt* e, pertanto, alternativi al tradizionale canale bancario per le imprese bisognose di fonti adeguate a finanziare lo sviluppo, si collocano anche quelle particolari obbligazioni che, a seconda delle caratteristiche, possono essere:

- subordinate;
- partecipative;
- subordinate e partecipative al tempo stesso, purché la loro durata non sia inferiore a trentasei mesi. Le imprese emittenti sono le medesime dei minibond, ovvero le Pmi non quotate differenti dalle banche e dalle micro-imprese (come definite dalla raccomandazione 2003/361/Ce).

CLAUSOLE TIPICHE

L'articolo 32, commi da 19 a 25 del Dl 83/2012, ha introdotto la possibilità per tali società di emettere titoli obbligazionari che prevedano:

- clausole di subordinazione;
- clausole di partecipazione agli utili di impresa;
- entrambe le clausole.

La clausola di subordinazione definisce i termini di postergazione del *bond holder* ai diritti degli altri creditori della società, ma il comma 20 specifica in maniera inequivocabile che non può essere prevista, in ogni caso, una postergazione rispetto ai soci.

La clausola di partecipazione, invece, regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente. Il tasso d'interesse riconosciuto al portatore del titolo (parte fissa del corrispettivo) non può essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento. La società emittente i titoli partecipativi si obbliga, poi, a versare annualmente al soggetto finanziatore, entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio, una somma commisurata al risultato economico dell'esercizio, in percentuale pari a quella indicata nel regolamento dello strumento (parte variabile del corrispettivo che non è soggetta alla legge antiusura). Tale somma è proporzionale al rapporto tra il valore nominale delle obbligazioni partecipative e la somma del capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, e del medesimo valore delle obbligazioni. In ogni caso,

IDENTITÀ DELLE OBBLIGAZIONI

Durata

- Uguale o superiore a 36 mesi, si tratta di strumenti di finanziamento a medio lungo termine

Emittenti

- Società diverse da banche e micro-imprese che non abbiano emesso strumenti finanziari rappresentativi del capitale, quotati in mercati regolamentati, o sistemi multilaterali di negoziazione

Subordinate

- La subordinazione opera nei confronti degli altri creditori dell'emittente, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale

Partecipative

- La remunerazione dei titoli è costituita da una parte fissa (interesse) non inferiore al Tasso ufficiale di riferimento e una parte variabile, commisurata al risultato economico dell'emittente

Subordinate partecipative

- Hanno una natura ibrida che si pone a metà strada tra il debito (subordinato) e l'equity (obbligazione partecipativa)

Deducibilità della partecipativa

- Le regole di remunerazione della parte variabile determinate in sede di emissione non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione

anche in assenza della componente variabile, resta fermo il diritto al rimborso del capitale. Per tali tipologie di obbligazioni (subordinate o partecipative) valgono le regole fiscali viste nel precedente articolo sui minibond.

OBBLIGAZIONI IBRIDE

Nel caso di obbligazioni ibride con entrambe le clausole, ovvero per i titoli che accanto alla subordinazione prevedano una remunerazione che è in parte commisurata

agli utili della società emittente, o per i quali esista il vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio, o, infine, il cui corrispettivo non sia costituito esclusivamente dalla componente variabile, l'articolo 32 comma 24 del Dl 83/2012, in deroga all'articolo 109 comma 9 lettera a) del Tuir, che prevede l'indeducibilità della remunerazione degli strumenti finanziari che sono assimilabili al capitale di rischio, stabilisce che la

componente variabile vada accantonata a conto economico, rappresentando un costo che è fiscalmente deducibile per competenza, a condizione, tuttavia, che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile.

I DUBBI

Questo regime fiscale di favore è figlio della finalità dello strumento di determinare un rafforzamento patrimoniale dell'emittente attraverso la clausola di subordinazione e la limitazione alla distribuzione del capitale sociale (circolare 4/E/13). Appurato ciò, ci si deve allora domandare se tale remunerazione si possa configurare o meno come interesse passivo, come tale soggetto ai limiti dell'articolo 96 del Tuir. Una risposta affermativa non sembrerebbe in linea con lo spirito dei decreti che hanno nel tempo introdotto e disciplinato questi strumenti di debito. Infatti, prevedendo gli stessi una remunerazione più elevata in quanto ancorata ai risultati economici dell'emittente, si potrebbe facilmente generare una parziale indeducibilità degli interessi passivi. In questo modo verrebbero fortemente penalizzate quelle imprese finanziate dai fondi di *private debt* che utilizzano strutture ibride di *equity* e debito. Sul punto, in ogni caso, sarebbe quanto mai opportuna una conferma in via ufficiale da parte delle Entrate.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

NOVITÀ FISCALI 2018

Chiarimenti, approfondimenti, esempi pratici: ecco la guida per "padroneggiare" le **Novità Fiscali del 2018**. Gli esperti del Sole 24 Ore spiegano tutto nel dettaglio: spese e modifiche Iva, dichiarazioni dei redditi e IRAP, detrazioni IRPEF, bonus ammortamenti, rottamazione delle cartelle, sgravi contributivi, tassazioni dividendi e altro ancora. Una guida **imperdibile!**

IN EDICOLA DAL 17 GENNAIO CON IL SOLE 24 ORE A 9,90 €*

Offerta valida in Italia fino al 3 marzo 2018

* Oltre il prezzo del quotidiano



Private debt
MEDIO-LUNGO TERMINECon il mezzanino più flessibilità,
ma attenzione alla capienza del Rol

È più simile
a un finanziamento
di capitale azionario:
può cambiare in base
al fabbisogno

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani
Roberto Ippolito

■ Nell'ambito degli strumenti offerti dai fondi di private debt annoveriamo anche il mezzanino. Finanziamento a medio lungo termine (cinque-sette anni), postergato nel rimborso e assistito da garanzie di secondo grado rispetto al debito della società cui viene erogato.

DEBITO JUNIOR

Per queste caratteristiche, il mezzanino è anche definito come debito subordinato o debito junior, in quanto si colloca a metà strada fra il debito senior e l'equity, che è la componente che presenta la massima postergazione nel passivo dello stato patrimoniale. A causa della sua subordinazione rispetto al debito senior, il mezzanino è più

L'ALTERNATIVA

Solitamente è più costoso rispetto al debito senior. È però possibile recuperare la parziale indeducibilità di un anno nei bilanci successivi

rischioso e dunque costerà di più rispetto all'altra forma.

Esso corrisponde a una di quelle strutture di tipo ibrido, in quanto spesso accanto alla tipica componente di debito c'è una componente equity. In tali casi il mezzanino si compone di:

- un debito subordinato, che presenta la forma di un prestito vero e proprio;
- un equity kicker, che rappresenta la componente con natura di capitale di rischio.

L'equity kicker è rappresentato da un warrant o una opzione call, che dà al finanziatore la possibilità di acquisire partecipazioni nel capitale di rischio dell'impresa finanziata, ma può anche consistere in una partecipazione agli utili secondo regole predeterminate.

IL RIMBORSO

Il rimborso del capitale è di tipo bullet (ovvero tutto alla scadenza) mentre gli interessi prendono la forma di:

- cash interest, pagati per cassa secondo scadenze infrannuali prefissate;
- pay in kind interest (interessi Pik), vengono contabilizzati a conto econo-

mico ogni anno ma verranno pagati per cassa solo alla scadenza del finanziamento, ovvero al momento dell'eventuale rimborso anticipato. Pertanto gli interessi Pik maturati in un determinato anno incrementano il valore nominale del debito dell'anno successivo. Tradizionalmente, il debito mezzanino trova la sua collocazione naturale nelle operazioni di Leveraged buy out (Lbo), in quanto la struttura finanziaria della Newco è composta, come visto in precedenza, da equity (che rappresenta il 25-50% del pacchetto complessivo di finanziamento) e per il resto da debito senior (erogato dalle banche) e da mezzanino (erogato da fondi di private debt).

Questo tipo di finanziamento è molto più simile ad un finanziamento di capitale azionario piuttosto che al debito tradizionale. Il suo innegabile vantaggio è quello di essere molto flessibile, potendo essere progettato in base alla dinamica del fabbisogno finanziario dell'azienda. Oggi, tuttavia, questa forma trova maggiore utilizzo anche nelle operazioni di finanziamento corporate tradizionale, laddove i finanziatori senior non sono disponibili a concedere ulteriormente credito e a quel punto può entrare in gioco il mezzanino (i fondi stipulano un intercreditor agreement con le banche senior).

GLI ASPETTI FISCALI

Dal punto di vista fiscale osserviamo che la componente di debito implica un tema di deducibilità degli interessi passivi sottoposti alle regole ordinarie del Rol (articolo 96 del Tuir). In considerazione del fatto che, tendenzialmente, il mezzanino è più costoso del debito senior, è sempre importante in fase di pianificazione finanziaria verificare che l'azienda post finanziamento disponga di un Rol tale da riuscire ad assorbire il più elevato costo del debito. In alternativa, comunque, è possibile recuperare la parziale indeducibilità di un anno negli anni successivi, a condizione che il business plan evidenzia una maggior capienza a livello di Rol.

Sempre fra le forme ibride, quindi a metà strada fra equity e debito, troviamo anche i cosiddetti strumenti finanziari partecipativi (Sfp). Introdotti dalla riforma del diritto societario del 2003 (articolo 2346, comma 6 del codice civile), possono essere emessi dalle sole società per azioni. Il titolare di Sfp non diviene socio della società (è escluso infatti il voto in assemblea), ma acquisisce soltanto diritti patrimoniali, amministrativi o misti. È consentita l'attribuzione di soli diritti patrimoniali, mentre al contrario non possono essere attribuiti solo diritti amministrativi. In ogni caso vi è un ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria per regolare questi strumenti di partecipazione.

ASPETTI
RILEVANTI DEGLI SFP

Tipologia di apporto effettuabile

L'emissione degli strumenti finanziari partecipativi avviene a fronte di un apporto da parte dei soci o di terzi anche di opere o servizi. In base alla formulazione normativa, che appare molto ampia, dovrebbe poter essere acquisibile in capo alla società il valore più disparato. Oggetto pertanto di apporto potrà essere:

- il denaro, nel qual caso a fronte di tale investimento in società le partecipazioni al capitale dei soci restano immutate;
- beni in natura, nella particolare situazione in cui non si vuole che a fronte di tale apporto il conferente assuma la qualifica di socio;

- crediti;
 - prestazioni di opera e servizi quando vi è l'esigenza di una capacità professionale ad hoc o di un supporto tecnico esterno specifico;
 - altre prestazioni non conferibili nella spa.
- Tali apporti non sono imputabili in ogni caso a capitale, come evidenziato anche dal fatto che si parla di apporti e non di conferimenti, termine quest'ultimo che invece presuppone in cambio l'emissione di azioni.

Organo emittente

L'articolo 2346 comma 6 del codice civile non individua l'orga-

no sociale competente ad assumere le decisioni che riguardano l'emissione e gli altri aspetti connessi agli strumenti finanziari. La norma rinvia di fatto all'autonomia statutaria, riconoscendo la nuova opportunità e affidando allo statuto il compito di disciplinare le modalità e le condizioni di emissione degli Sfp, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, ove ammessa, la legge di circolazione. In dottrina ci si divide fra la tesi che l'emissione compete all'assemblea straordinaria e quella che spetti invece all'organo amministrativo.

ALTRI ASPETTI
DEBITO MEZZANINO

Vincoli

Le imprese che si finanziano con il debito mezzanino devono rispettare alcuni vincoli, che sono peraltro gli stessi presenti in un finanziamento di tipo senior; i più frequenti sono i seguenti:

- il divieto di distribuire utili agli azionisti e di effettuare operazioni di finanza straordinaria durante il periodo di finanziamento, senza il preventivo consenso dei creditori mezzanini;
- il mantenimento di un rapporto minimo tra capitale proprio e capitale di debito;
- la salvaguardia di un livello minimo di liquidità.

VANTAGGI E SVANTAGGI
DEL MEZZANINO FINANCE

Vantaggi

- Fonte di finanziamento accessibile in assenza di concessione di ulteriore debito senior senza dover subire una diluizione immediata ovvero posponendola
- Stabilità della provvista (durata medio lunga e programmazione del rimborso)
- Miglioramento della cultura finanziaria
- Flessibilità dello strumento, con flussi finanziari progettati in base al fabbisogno aziendale
- Diversificazione fonti di finanziamento

Svantaggi

- Costo finanziario mediamente più elevato
- Richiesta di garanzie suppletive
- Monitoraggio della performance frequente e dettagliato
- Dimostrazione di buon potenziale di crescita e cash flow futuri
- Covenants piuttosto rigidi e impegnativi

Diritti patrimoniali e amministrativi degli Sfp

DIRITTI PATRIMONIALI	DIRITTI AMMINISTRATIVI
Utili e interessi	Informazione
Distribuzione di riserve	Partecipazione e intervento in assemblea
Restituzione del capitale	Nomina rappresentante comune
Restituzione di beni in natura	Controllo
Partecipazione a distribuzione di eccedenze patrimoniali	Consultazione
Altre remunerazioni	Intervento in Cda

Massime notarili di Milano del 7 novembre 2017 in tema di Sfp

MASSIMA N.	TITOLO
163	Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi
164	Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi
165	Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi
166	Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni
167	Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi
168	Diritto di nomina di amministratori e sindaci da parte degli strumenti finanziari partecipativi

Piattaforme web vigilate

LA RACCOLTA DIFFUSA

Il crowdfunding funziona se il business plan è efficace

**Destinatario le Pmi
L'Italia è il primo
Paese Ue
dotato di una
normativa ad hoc**

PAGINA A CURA DI
Angelo D'Ugo
Alessandro Germani

Il crowdfunding rappresenta una modalità di finanziamento, di matrice anglosassone, a cui partecipa un ampio numero di investitori (crowd). Prescindendo dalle forme basate su donazioni o ricompense, quelle finalizzate al finanziamento di imprese sono di tipo:

- equity based, che si differenziano rispetto al private equity e al venture capital per l'ampia gamma di investitori potenziali;
- lending based, quale alternativa al debito bancario trattandosi forme di peer to peer lending.

GLI OBIETTIVI

L'equity crowdfunding consente alle Pmi di raccogliere capitale di rischio con una modalità che si sostanzia di fatto in un aumento di capitale a pagamento, attraverso piattaforme web vigilate dalla Consob. Nel 2017 sono state registrate in Italia 43 campagne chiuse (erano 19 nel 2016) e il capitale raccolto è risultato pari a circa 12 milioni (4,3 milioni nel 2016), in decisa crescita.

L'esito della raccolta dipende dalla valutazione effettuata dagli investi-

Le differenti tipologie di crowdfunding per le Pmi

	EQUITY CROWDFUNDING	REWARDS CROWDFUNDING	PRESTITI PEER-TO-PEER
Pre-trading		X	
Pre-profit	X	X	
Impresa redditizia in espansione	X		X
Impresa matura in costante espansione	X		X
Impresa matura stabile	X		X
Lancio di nuovi prodotti/servizi/brand	X	X	X
Acquisizioni			X
Espansione di nuovi territori	X	X	X
Investimento in nuove strutture			X
Necessità di rifinanziamento	X		X
Necessità di ristrutturazione del capitale	X		X

Fonte: "Il crowdfunding. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese" - Commissione Europea, 2015.

tori. Sotto questo profilo gioca un ruolo fondamentale la credibilità del business plan predisposto dall'impresa in occasione della presentazione del proprio progetto. L'investimento è tipicamente di importo modesto e consente di divenire socio se la campagna di equity crowdfunding raggiunge l'obiettivo di raccolta prefissato entro il termine definito; in caso contrario, il finanziatore recupera quanto versato.

LA NORMATIVA DI SETTORE

L'Italia è stato il primo Paese Ue a dotarsi di una normativa specifica sull'equity crowdfunding attraverso il Dl 179/2012, prevedendo la possibilità per le startup innovative costituite in forma di Srl, in deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote sociali disposta dall'articolo 2468, comma 1, del Codice civile, di offrire

al pubblico prodotti finanziari avvalendosi di portali online. Successivamente, il Dl 3/2015 ha esteso la disciplina del crowdfunding non solo alle Pmi innovative, ma anche a veicoli di investimento specializzati che investono in startup e in Pmi innovative. Un definitivo allargamento vi è stato poi ad opera della legge di Bilancio 2017 e del Dl 50/2017, che hanno esteso l'operatività dell'equity crowdfunding alla raccolta di capitale di rischio da parte delle Pmi di definizione comunitaria.

L'attuale formulazione dell'articolo 100-ter del Tuf, che disciplina le offerte attraverso portali per la raccolta di capitali, costituisce un'importante deroga alle regole di circolazione delle quote ai sensi dell'articolo 2470 del Codice civile, rispondendo allo scopo di costituire un mercato secondario caratterizzato da maggiore liquidità

attraverso l'intervento di intermediari abilitati.

I rischi che gravano su investitori ed emittenti sono in ogni caso ragguardevoli. I primi, infatti, dovranno valutare che:

- l'investimento è per definizione ad alto rischio, soprattutto se riguarda la fase di startup o progetti innovativi;
- il rischio è amplificato da situazioni di illiquidità;
- per la startup innovativa vi è un divieto di distribuzione di utili.

Dal lato dell'emittente, i rischi riguardano prevalentemente il fatto di rendere visibile al pubblico un'idea di business, con maggiore possibilità di imitazione da parte di terzi.

La Consob con la delibera n. 20240/2017 ha aggiornato il regolamento sull'equity crowdfunding, in vigore dal 3 gennaio 2018. Esso disciplina i requisiti e gli obblighi in capo ai gestori dei portali per la raccolta di capitali online, le condizioni dell'offerta e le tutele per gli investitori, al fine di renderlo applicabile alle Pmi "tradizionali".

Dal punto di vista fiscale le startup e le Pmi innovative godono di importanti incentivi, ormai stabilizzati. Infatti, a decorrere dal 2017 (articolo 29, commi 3-bis e 7-bis, Dl 179/12):

- le persone fisiche beneficiano di una detrazione Irpef del 30% della somma investita, fino ad un investimento massimo di 1 milione annuo;
 - le persone giuridiche beneficiano di una deduzione Ires del 30% dell'investimento, con tetto massimo annuo pari a 1.800.000 euro.
- A queste società non si applicano né la disciplina delle società di comodo né in perdita sistematica.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le applicazioni. Lo strumento si può differenziare in base alla tipologia di «ricompensa» che si riceve

Quattro modelli per trovare risorse

Il termine crowdfunding individua quel processo con cui più persone ("crowd", in italiano "folla") conferiscono somme di denaro ("funding"), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet ("piattaforme") o "portali" e ricevendo talvolta in cambio un "premio" o una ricompensa.

A seconda del tipo di rapporto che si instaura tra il soggetto che finanzia e quello che ha richiesto il finanziamento è possibile distinguere quattro principali modelli di crowdfunding:

- donation based, nel quale è possi-

bile fare donazioni per sostenere una determinata causa o iniziativa senza ricevere nulla in cambio;

- reward based, attraverso il quale è possibile partecipare al finanziamento di un progetto ricevendo in cambio una ricompensa commisurata all'entità della donazione che tuttavia non è mai in denaro; ad esempio, si finanzia uno spettacolo teatrale ottenendo in cambio il biglietto per assistere alla sua rappresentazione;

- equity based, nel quale, tramite l'investimento online, l'investitore acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società, beneficiando di tutti i diritti patrimoniali

e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa;

- royalty based, caratterizzato dal fatto che, finanziando una determinata iniziativa attraverso la piattaforma, l'investitore riceve in cambio una parte dei profitti generati dall'impresa (le royalties).

Mentre il donation based è il modello che meglio si presta alle realtà no-profit, quelli equity, royalty e reward sono invece quelli più vicini alle realtà aziendali. Proprio in fase di approccio a questi ultimi modelli l'impresa dovrà tener conto di alcuni aspetti rilevanti. In primo luogo, l'accesso al mercato dei capitali richiede un cambiamento culturale

soprattutto dell'imprenditore in termini di maggiore trasparenza verso gli stakeholder dell'azienda (necessità di rendicontazione sul progetto imprenditoriale e sugli obiettivi raggiunti, informativa periodica finanziaria ecc.). In questi casi non va poi dimenticato che il business plan che l'impresa è tenuta a predisporre deve rappresentare efficacemente l'iniziativa imprenditoriale ai potenziali terzi finanziatori perché questo rappresenta la chiave di successo dell'iniziativa. In particolare, poi, con specifico riferimento alle campagne di equity crowdfunding entrano anche in gioco alcune regole di corporate governance di cui lo statuto deve tener conto per gestire adeguatamente gli effetti di un azionariato a maggior base partecipativa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I PRODOTTI IN VETRINA



MASTER PART TIME Europrogettazione

Il Master part time Europrogettazione per l'accesso ai finanziamenti comunitari, in avvio a Milano dall'8 marzo, mira a sviluppare le competenze e a fornire gli strumenti necessari per diventare o per operare come europrogettista. Il percorso, sette mesi di formazione in aula con sessioni di distance learning, è caratterizzato da un approccio pratico e operativo. Sono ancora disponibili borse di studio. Per maggiori informazioni sul master e sull'ottenimento delle borse di studio: www.bs.isole24ore.com/master-europrogettazione



IMPRESA E SOCIETÀ In edicola

Impresa e Società, la collana del Sole 24 Ore in dieci volumi, analizza tutti gli istituti del diritto con i quali professionisti e imprese si devono confrontare quotidianamente. È in edicola ogni venerdì a partire dal 2 febbraio con Il Sole 24 Ore a 9,90 euro.



LEGGE DI BILANCIO Iva 2018, le novità

Tante le novità sull'Iva introdotte dalla legge di Bilancio per il 2018. Il fascicolo affronta in un unico testo tutti i temi in modo operativo, anche attraverso esempi pratici. In edicola dal 31 gennaio con «Il Sole 24 Ore» a 9,90 euro, oltre il prezzo del quotidiano.

Credito privato

PIATTAFORME ONLINE

Per il peer to peer lending arriva la ritenuta del 26%

La legge di Bilancio ha cancellato l'applicazione della più gravosa aliquota marginale

PAGINA A CURA DI
Angelo D'Ugo
Alessandro Germani

L'attività di peer to peer lending (P2P lending) prevede l'utilizzo di piattaforme tecnologiche online al posto dei tradizionali canali bancari per favorire l'incontro fra la domanda (da parte di soggetti in deficit, bisognosi di prendere in prestito denaro) e l'offerta (da parte di risparmiatori che sono tipicamente soggetti in surplus finanziario) di credito da parte di privati.

Tale tipologia di attività trae origine dalla crisi finanziaria che ha colpito l'economia americana nel 2008 e della conseguente riduzione del credito concesso a imprese e consumatori, anche per via delle stringenti regole di Basilea che hanno sempre di più impattato sull'operatività delle banche. A fronte di tutto questo sono state pertanto sviluppate delle forme di intermediazione del credito alternative.

L'IDENTIKIT

Il P2P lending è concettualmente poi ricompreso nella più ampia categoria dei servizi Fintech, che risulta ormai in notevole espansione anche in Italia.

Il P2P lending è una forma di lending based crowdfunding, avente cioè per oggetto il debito, differenziandosi in questo, pertanto, dall'equity crowdfunding, che ha invece per oggetto un intervento in capitale di rischio.

Finanziariamente, il tasso di interesse riconosciuto a coloro che effettuano il prestito è in genere più alto rispetto a quello proposto dagli intermediari finanziari tradizionali, rappresentando, quindi, un'opportunità per gli investitori.

Contestualmente, chi ricorre al P2P lending per ottenere un prestito è disposto a pagare un tasso di interesse superiore rispetto a forme alternative. I tassi restano, tuttavia, inferiori rispetto ad esempio ai canali del credito al consumo, poiché il prestatore e l'impresa richiedente vengono messi in relazione diretta attraverso il canale informatico, beneficiando così di costi operativi e di intermediazione molto bassi.

L'ESEMPIO PRATICO



La vecchia tassazione

Consideriamo un tasso di interesse attivo lordo pari al 3,50%. In base alle disposizioni previgenti esso veniva assoggettato ad Irpef in base all'aliquota marginale del percettore. Immaginando che la stessa fosse pari al 43%, il rendimento effettivo netto sarebbe stato pari al 2% (3,50% - 1,5%).

I nuovi calcoli

In base alle nuove regole, trattandosi di reddito di capitale che è assoggettato ad una ritenuta d'imposta con aliquota del 26%, la tassazione risulterà pari a 0,91. Pertanto il rendimento effettivo netto risulterà pari al 2,59%, superiore rispetto al 2% che si otteneva in base alla previgente tassazione progressiva.

NO GARANZIE

Un limite dello strumento è rappresentato dal fatto che esso non prevede garanzie a protezione del prestatore contro il rischio di fallimento del debitore. Pertanto, assume rilevanza il rating che viene assegnato a ogni richiedente interrogando le centrali rischi (Crif ecc.). Chiaramente, minore è il rating e più alto sarà il tasso di interesse che il debitore dovrà corrispondere al fine di compensare il rischio insito nella propria iniziativa imprenditoriale.

Da un punto di vista fiscale va segnalato che, attraverso la legge di Bilancio 2018, è stato per la prima volta disciplinato il regime fiscale dei proventi derivanti dalle attività di peer to peer lending. Infatti, in passato i redditi rivenienti da tale attività erano imponibili in base all'aliquota marginale del soggetto percettore, determinandosi un notevole aggravio.

Ora invece, attraverso l'introduzione, nel comma 1 dell'articolo 44 del Tuir, della nuova lettera d-bis), sono stati espressamente ricompresi tra i redditi di capitale i proventi derivanti da prestiti erogati tramite piattaforme di prestiti per soggetti finanziari non professionali, gestite da:

- società finanziarie di cui all'articolo 106 del Dlgs 385/93;
- istituti di pagamento di cui al-

l'articolo 114 del Dlgs 385/93.

A questo scopo, gli intermediari gestori della piattaforma (marketplace) sono tenuti a operare una ritenuta alla fonte a titolo d'imposta sui redditi di capitale corrisposti a persone fisiche con l'aliquota del 26% (si veda l'esempio nello specchietto in alto).

Tali intermediari sono stati inseriti nel circuito anche allo scopo di garantire la tassazione dei flussi rivenienti da siffatte transazioni, operando quali sostituti d'imposta.

LE CASSE DI PREVIDENZA

Peraltro verso il P2P lending ha fatto il proprio ingresso anche nell'ambito delle forme detassate di investimenti delle casse di previdenza e dei fondi pensione, introdotte originariamente con la legge di bilancio 2017. Infatti, l'articolo 1, comma 73, della legge di Bilancio 2018 ha integrato l'articolo 1, comma 89, della legge 232/2016 inserendo con la lettera b-bis i seguenti strumenti di P2P lending:

- quote di prestiti;
- fondi di credito cartolarizzati erogati od originati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziari non professionali gestite da intermediari finanziari soggetti a vigilanza da parte della Banca d'Italia.

Doppia strada per il prestito P2P

COME FUNZIONA



↑ Vantaggi

Il tasso di interesse che percepisce il prestatore è mediamente più favorevole rispetto a quello proposto dagli intermediari finanziari tradizionali. Per il richiedente è più basso di quello praticato per il normale credito al consumo

↓ Limiti

Non ci sono garanzie a protezione del prestatore contro il rischio di fallimento del debitore

FONTE: Borsa Italiana

L'INCONTRO DOMANDA-OFFERTA

Il meccanismo

Il Peer to Peer lending si basa sull'incontro tra domanda di prestiti (effettuata da privati ed imprese) e offerta di risorse finanziarie a disposizione dei soggetti che intendono

effettuare prestiti al fine di ottenere un tasso di interesse superiore a quello offerto dai più comuni prodotti finanziari sul mercato. Ruolo fondamentale è ricoperto dai gestori delle piattaforme

Piani individuali di risparmio

FINANZIAMENTI ALLE PMI

Per i «Pir» la convenienza fiscale è la leva del successo sul mercato

Strumenti di equity e di debito a lungo termine, non soggetti a imposizione

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

■ Accanto ai vari strumenti di debito che, con i decreti relativi alla finanza per la crescita, sono stati introdotti in Italia dal 2012 per ridurre la dipendenza delle Pmi nazionali dal canale bancario, è utile soffermare l'attenzione sui Pir (Piani individuali di risparmio a lungo termine), introdotti con la legge di Bilancio 2017 e oggetto di successiva manutenzione ad opera del Dl 50/17 e della legge di Bilancio 2018. Importanti chiarimenti sono stati poi forniti dal Mef con le linee guida del 4 ottobre 2017.

Si tratta, in sostanza, di strumenti finanziari che consentono di investire nell'equity o nel debito di Pmi italiane, garantendo al sottoscrittore un elevato appeal fiscale. Infatti non sono soggetti ad imposizione, se conseguiti da persone fisiche residenti che non svolgono attività d'impresa e che investono nei Pir:

■ i redditi di capitale (non relativi a partecipazioni qualificate)

■ i redditi diversi in base all'articolo 67 comma 1 lettera c-bis a c-quinquies del Tuir.

DESTINATARI

Evidenziamo in prima battuta alcuni aspetti focali del prodotto. I destinatari sono le Pmi italiane, quindi le stesse realtà già oggetto di attenzione da parte del legislatore nel recente passato. Diversamente, però, dagli altri strumenti di debito già analizzati (minibond, obbligazioni subordinate partecipative, cambiali finanziarie) la misura è indirizzata direttamente al pubblico retail e non agli istituzionali. Ciò spiega il forte successo che nel 2017 i Pir hanno collezionato, per un controvalore che dovrebbe aver raggiunto i 10 miliardi, oltre le più rosee aspettative del Governo al momento del lancio nel 2017.

Un forte volano è ascrivibile al chiarimento in base al quale titolare del Pir può essere anche un minorenni, il che consente un'efficace pianificazione fiscale familiare, in quanto le soglie annue (30.000 euro) e complessive (150.000 euro) possono essere moltiplicate in base al numero dei figli.

Il Pir si costituisce destinando somme o valori a investimenti qualificati, composti da strumenti finanziari qualificati, ovvero emessi da società italiane o Ue (o See) con stabile organizzazione in Italia in base al seguente vincolo di composizione:

■ gli strumenti qualificati sono almeno pari al 70% del piano
■ almeno il 30% del citato 70% (cioè il 21%) è destinato ad imprese non inserite nel Ftse Mib o indici esteri equivalenti.

Il fatto di riservare una parte dell'investimento ad aziende non inserite nel listino principale evidenzia due aspetti fondamentali:
■ si vogliono veicolare le risorse verso Pmi non quotate;
■ in alternativa la quotazione delle stesse deve coerentemente riguardare listini non principali (ad

L'OPZIONE

Titolare del Pir può essere anche un minorenni. Si tratta di una possibilità che consente un'efficace pianificazione fiscale familiare

esempio Sme Growth Market, ex Aim Italia).

La legge di bilancio 2018, nel tentativo di dare un ulteriore impulso alla misura e rivalizzare nel contempo il settore immobiliare, ha eliminato l'esclusione fra i soggetti emittenti delle imprese immobiliari, che possono quindi d'ora in avanti accedere anch'esse ai Pir, contribuendo ad incrementare il flusso di offerta lato imprese.

Esiste un limite di concentrazione del 10% in relazione a strumenti di uno stesso emittente e al-

la liquidità (depositi e conti correnti). Sia il vincolo sia il limite devono essere rispettati per almeno 243 giorni all'anno.

In ogni caso gli strumenti finanziari del Pir devono essere detenuti per almeno 5 anni, pena un meccanismo di recapture delle imposte ed interessi, ma senza sanzioni. In relazione a tale holding period, è stato chiarito che sia la cessione sia il rimborso, purché seguiti dal reinvestimento nei 90 giorni, consentono la continuazione dell'investimento originario e non comportano alcun meccanismo di recapture con recupero a tassazione dei redditi relativi allo strumento ceduto o rimborsato.

ALTRE AGEVOLAZIONI

Sono agevolate anche le forme di investimento indiretto, mediante quote o azioni di Oicr residenti in Italia o Stati Ue o appartenenti al See che investono per almeno il 70% del proprio attivo negli strumenti finanziari suindicati e alle stesse condizioni (cosiddetti fondi Pir compliant).

Sebbene la misura sia indirizzata al pubblico, le difficoltà di gestione amministrativa e fiscale dello strumento e l'esigenza di operare correttamente la scelta di investimento e diversificazione dei titoli hanno suggerito di optare per l'intervento di intermediari ad hoc (banche, Sim, Sgr, compagnie assicurative).

RIPRODUZIONE RISERVATA

GLI ASPETTI RILEVANTI

Investimento diretto

Contenuto del Pir possono essere i titoli (sia di equity sia di debito) emessi dalle imprese italiane (o estere con stabile organizzazione in Italia). L'apertura a ricomprendere anche il debito è stata introdotta dal Dl 50/17, vista l'infelice formulazione della legge di bilancio 2017 istitutiva del prodotto, che lasciava spazio ad un'interpretazione letterale che ricomprendeva le sole componenti equity.

Investimento indiretto

Ma l'investimento può anche essere indiretto, in quanto il Pir può essere costituito attraverso quote o azioni di Oicr che a loro volta investono nelle imprese emittenti. In tal caso l'holding period è commisurato all'acquisto delle quote dell'Oicr effettuato dall'investitore e non agli investimenti effettuati dall'Oicr. L'evidente vantaggio è dovuto al fatto che i redditi si cumulano con l'investimento e non si considerano nuovi investimenti ai fini del computo del limite annuale e complessivo. Altra tipologia di investimento indiretto è il Pir assicurativo, che può essere costituito con polizze di:

- ramo I (vita)
 - ramo III (unit e index linked)
 - multiramo
 - ramo V (capitalizzazione).
- Anche in questo caso, i vincoli devono essere rispettati avendo riguardo agli attivi dell'impresa assicurativa. Il titolare del Pir sarà il contraente, l'holding period è commisurato al versamento del premio e i rendimenti che si cumulano non si considerano nuovi investimenti.

Intervento degli intermediari

Considerata la duplice esigenza di diversificare gli investimenti da un lato e di gestire una complessa fiscalità degli stessi dall'altro, si rende indispensabile l'intervento di intermediari ad hoc per l'apertura di:
● un rapporto di custodia o amministrazione o di gestione di portafogli o altro stabile rapporto con opzione per il regime del risparmio amministrato (articolo 6, Dlgs 461/97)
● un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione.

Focus. Scelte a medio e lungo termine per convogliare il risparmio verso l'economia reale

Casse premiate per investimenti nelle imprese

■ Proviamo a esaminare da vicino gli investimenti a medio lungo termine di Casse di previdenza e fondi pensione.

A CHI SONO RIVOLTI

La legge di Bilancio 2017 ha cercato di convogliare il risparmio previdenziale verso le imprese, passando attraverso gli investitori istituzionali.

Sotto il profilo soggettivo la misura è rivolta a:

■ enti di previdenza obbligatoria di cui al Dlgs 509/94 e 103/96;
■ forme di previdenza complementare di cui al Dlgs 252/05 che possono destinare somme fino al 5% dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente.

PROFILO OGGETTIVO

Gli investimenti possono avvenire:
■ direttamente in azioni o quote di imprese residenti in Italia o in Stati Ue o appartenenti al See purché dotate di stabile organizzazione in Italia;

■ indirettamente in Oicr residenti in Italia o in Stati Ue o appartenenti al See che investano prevalentemente negli strumenti finanziari precedenti.

DETAZZAZIONE

Per gli enti di previdenza obbligatoria i redditi degli investimenti, ad eccezione di quelli relativi a partecipazioni qualificate, sono esenti ai fini dell'imposta sul reddito. Lo stesso vale per le forme di previdenza com-

plementare, per le quali essendovi i relativi redditi degli investimenti esenti, non concorrono a formare la base imponibile soggetta alla sostitutiva del 20 per cento.

HOLDING PERIOD

Gli strumenti finanziari devono essere detenuti per almeno 5 anni, prevedendosi un meccanismo di recapture in caso di cessione anticipata, relativo ad imposte ed interessi, ma senza sanzioni.

INVESTIMENTO IN PIR

Il Dl 50/17 ha effettuato un'apertura importante prevedendo che anche le casse e i fondi pensione:
■ possano investire in Pir;
■ ad essi non si applicano in

ogni caso i limiti di 30.000 euro annui e 150.000 euro complessivi che sono invece previsti per l'investimento in Pir delle persone fisiche.

INVESTIMENTO IN P2P LENDING

La legge di Bilancio 2018 ha esteso gli investimenti potenziali di casse e fondi pensione per ricomprendere anche i seguenti strumenti cd. di peer to peer lending:
■ quote di prestiti;
■ fondi di credito cartolarizzati erogati od originati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziari non professionali gestite da intermediari finanziari soggetti a vigilanza da parte della Banca d'Italia.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Invoice trading

BREVE TERMINE

Con la cessione pro solvendo il credito resta in bilancio

Le piattaforme iniziano a investire direttamente nello sconto fatture

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani
Roberto Ippolito

Alle forme di finanziamento alternative a quelle bancarie a medio lungo termine si affiancano anche quelle a breve termine. Che rispondono all'esigenza dell'impresa di finanziare il proprio circolante e l'attività ordinaria. Lo smobilizzo dei crediti commerciali è appunto un'operazione di finanziamento attraverso la quale l'impresa cede ad un intermediario finanziario (tipicamente una banca o una società di factoring) i crediti vantati verso la clientela e sorti in seguito ad operazioni di vendita con pagamento dilazionato. In cambio l'impresa riceverà il valore attuale scontato in base al rischio che il soggetto finanziatore si assume.

IL MECCANISMO

In generale, la cessione del credito commerciale può avvenire secondo le seguenti classiche modalità:

- in forma pro solvendo, nel qual caso il rischio resta a carico dell'impresa finanziata. Motivo per cui, qualora alla scadenza il debitore ceduto non assolve il suo obbligo, il soggetto finanziatore si rivala sull'impresa creditrice, addebitandole l'importo del credito e le ulteriori spese maturate;
- in forma pro soluto, nel qual caso l'impresa ha ceduto il rischio di credito al proprio finanziatore, che assume su di sé il rischio di credito rinunciando a qualsivoglia azione di rivalsa nei suoi confronti in caso di mancato pagamento da parte del debitore ceduto.

Chiaramente, la forma pro soluto è decisamente più onerosa come costo rispetto a quella pro solvendo. Nel primo caso, infatti, l'intermediario assume su di sé il rischio di insolvenza. Nell'altro invece si limita ad anticipare le somme e/o fornire un servizio di incasso.

LA CONTABILITÀ

Dal punto di vista contabile i riflessi per l'impresa cedente sono differenti nelle due ipotesi (principio contabile Oic 15):

- in caso di pro soluto il credito viene cancellato dal bilancio e la

differenza fra il corrispettivo ricevuto e il valore contabile (al netto del fondo svalutazione) è generalmente rilevata come perdita su crediti nella voce B.14 (oneri diversi di gestione) del conto economico;

- in caso di pro solvendo, invece, il credito viene mantenuto in bilancio mentre i costi dell'operazione (interessi passivi e commissioni) trovano allocazione nella voce C.17 dell'area finanziaria del conto economico.

Dal punto di vista fiscale la perdita in ipotesi di cancellazione del credito dal bilancio, calcolata come sopra individuata, soddisfa la condizione della sussistenza degli elementi certi e precisi richiesti dall'articolo 101, comma 5 del Tuir per la sua deducibilità (circolare agenzia Entrate 14E/14).

La diffusione della digitalizzazione dei processi ha trovato spazio anche nel finanziamento del circolante. Di recente sono, infatti, sorte delle piattaforme online di sconto fatture (cosiddetto invoice trading): accanto a quelle di pura intermediazione, aventi lo scopo di mettere in contatto le imprese con i potenziali investitori in fatture, ve ne sono altre che sono a loro volta anche investitrici in fatture.

L'INVESTIMENTO

L'investitore tipico rispetto a questa tipologia di strumento finanziario appare essere l'istituzionale. Infatti, l'investimento nell'asset class dello sconto fatture può essere interessante sia perché è in grado di offrire un rendimento a breve termine significativamente superiore ai pronti contro termine, sia perché è di tipo "rotativo".

Inoltre, l'investimento in fatture può essere diretto ovvero indiretto, attraverso un veicolo di cartolarizzazione (Spv) che acquista mediante la piattaforma le fatture delle imprese ed emette in cambio delle Abs (Asset backed securities), il cui sottostante è rappresentato dalle fatture stesse: l'investitore istituzionale inserirà nel proprio portafoglio queste tranches di cartolarizzazione.

Ricordiamo, infine, che nel panorama delle fonti a breve termine vanno ricomprese anche le cambiali finanziarie, introdotte in Italia nel 1994 ma oggetto di un importante restyling ad opera dei recenti decreti della finanza per lo sviluppo a partire dal 2012. Per ciò che concerne i profili fiscali delle cambiali finanziarie, valgono le regole per l'emittente e per il sottoscrittore già analizzate per i minibond.

**GLI ASPETTI RILEVANTI DELLE CAMBIALI FINANZIARIE****Cosa sono**

- Sono state originariamente introdotte nel nostro ordinamento dalla legge 13 gennaio 1994, n. 43 e sono equiparate per ogni effetto alle cambiali ordinarie. La struttura è, in particolare, quella di un vaglia o pagherò cambiario e contiene quindi la promessa incondizionata di pagare una somma di denaro da parte dell'emittente. Si tratta di un titolo di credito all'ordine.

Soggetti emittenti

- società di capitali (società per azioni, società a responsabilità limitata e società in accomandita per azioni);
- società cooperative;
- mutue assicuratrici.
- Come per i minibond è vietata l'emissione alle banche e alle microimprese.

Scadenza

- Originariamente fra i tre e i dodici mesi dalla data di emissione.

- A seguito delle modifiche del decreto n. 83/2012 la scadenza è ora ricompresa fra uno e trentasei mesi, quindi si viene a configurare come strumento di breve ma anche di medio termine.

Lo sponsor

- Possono assumere il ruolo di sponsor:
- le banche;
- le imprese di investimento;
- le Sgr;
- le Sicav;
- le società di gestione armonizzate con succursale costituita in Italia.

Compito dello sponsor è quello di assistere l'emittente nella procedura di emissione e di supportarlo nella fase di collocamento; deve inoltre mantenere nel proprio portafoglio una quota delle cambiali finanziarie emesse fino alla naturale scadenza, a meno che non vi sia un'apposita garanzia non

inferiore al 25% del controvalore dell'emissione.

Revisione di bilancio

L'ultimo bilancio deve essere certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.

Sottoscrittori e giratari

Le cambiali finanziarie devono essere sottoscritte e girate esclusivamente in favore di investitori professionali, quali ad esempio le banche, le imprese di investimento, gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo e le società di gestione di tali organismi, i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi.

Regime fiscale

Si applicano alle cambiali finanziarie gli stessi profili fiscali relativi all'emittente e al sottoscrittore già analizzati per i minibond.

LA SCRITTURA DELLA CESSIONE DEI CREDITI**Cancellazione del credito dal bilancio (operazione pro soluto)**

Il credito è cancellato dal bilancio quando l'operazione di cessione è effettuata con modalità pro soluto, ovvero comporta il trasferimento sostanziale di tutti i rischi in capo al soggetto finanziatore. La differenza tra il corrispettivo ricevuto e il valore contabile (al netto del fondo svalutazione crediti) del credito al momento della cessione costituisce una perdita su crediti, da iscriversi alla voce B.14 - Oneri diversi di gestione del Conto economico,

tranne nell'ipotesi in cui il contratto non consenta di individuare componenti economiche di diversa natura, anche finanziaria (principio Oic 15). Ai fini Ires la perdita in questione è deducibile ai sensi dell'articolo 101 comma 5 del Tuir in quanto si è in presenza degli elementi certi e precisi che ne consentono la deduzione.

Mantenimento del credito in bilancio (modalità pro solvendo)

Il credito resta iscritto in bilancio della cedente quando l'operazione

è effettuata con modalità di tipo pro solvendo, perché in tal caso la società non ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi.

Invece i costi dell'operazione sono tendenzialmente rappresentati da interessi passivi e commissioni, che trovano naturale allocazione in area finanziaria del conto economico. Di regola, la cessione pro solvendo non genera, invece, perdite deducibili. Alla scadenza la società riceve l'incasso del credito, al netto dell'eventuale anticipo che le era stato corrisposto.

La ricerca di sponsor

IL MODELLO

La «Spac» distribuisce vantaggi a investitori e imprenditori

**Investimento
in un orizzonte
breve
Quotazione
in tempi veloci**

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

■ La Spac (Special purpose acquisition company) è quel veicolo costituito da un team di promotori, ovvero gli sponsor, per raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in borsa (cosiddetta Ipo - Initial public offering). Si tratta di una modalità nata negli Usa negli anni 90 e diffusa in Italia solo di recente.

I capitali raccolti dalla Spac sono destinati ad essere impiegati in un'operazione di acquisizione di una società target (business combination). Post acquisizione essa verrà fusa nella Spac e, di conseguenza, le sue azioni risulteranno quotate in borsa.

La Spac dispone di un limitato orizzonte temporale (12/24 mesi) per completare la business combination. Questa deve essere sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti. Gli investitori della Spac contrari all'operazione potranno recede-

re ed essere rimborsati del loro capitale. Se poi il numero di azionisti contrari all'operazione dovesse eccedere una determinata soglia, la business combination non verrà completata e gli investitori otterranno il rimborso del capitale unitamente ad una minima remunerazione.

Le modalità classiche dell'operazione prevedono quattro fasi:

- la costituzione della Spac da parte dei promotori e sponsor;
- la successiva Ipo della Spac con assegnazione di azioni e warrant;
- l'individuazione di una target da acquisire;
- l'effettuazione della business combination, oppure la liquidazione della Spac.

SPONSOR

La Spac è inizialmente finanziata dagli sponsor che sostengono i costi della offerta pubblica iniziale e nasce con l'obiettivo di rendere "pubblica" una società operativa privata, apportando finanza nuova e le competenze dei promotori. È evidente che il momento cruciale per la Spac non è rappresentato dall'Ipo, bensì dalla business combination, perché questa può non essere approvata dagli investitori.

Generalmente a seguito dell'acquisizione si procede ad una fusione diretta, cosicché lo status di quotata della Spac si trasferisce alla target; viceversa,

in caso di fusione inversa si dovrebbe procedere ad un nuovo iter di listing.

Un aspetto molto importante della Spac riguarda il fatto che, per il tramite di questa operazione, l'impresa non si trova a dover negoziare l'iter della quotazione in borsa - e in ultima analisi il prezzo di emissione - col mercato, ma lo farà direttamente con i promotori. In questo senso vi sarà la possibilità di negoziare privatamente il prezzo della transazione anziché doversi sottoporre al processo del bookbuilding tipicamente incerto. È altresì vero che l'accordo dovrà poi essere confermato dal voto favorevole degli investitori.

La tendenza a cui si sta assistendo riguarda l'emersione di Spac specializzate, ovvero di Spac che tendono a ricercare la propria target all'interno di una industry ben definita. Ciò determina promotori con esperienza specifica più accentratrice. Proprio di recente, infatti, rispetto ad un trend iniziale concentrato nell'ambito industriale, si stanno affacciando le prime SPAC che intendono operare in ambito finanziario.

VANTAGGI

I vantaggi per l'investitore sono i seguenti:

- in un orizzonte più breve rispetto a quello del private equity

si troverà a possedere azioni di una target quotata in borsa;

- l'investimento appare liquidabile non solo post quotazione, ma anche prima della business combination, trattandosi sostanzialmente di cassa depositata in escrow;

- non è prevista alcuna management fees: i promotori vengono remunerati solo in caso di realizzo della business combination;

- esiste il diritto di recesso.

I vantaggi per l'imprenditore della target consistono invece in:

- un aumento di capitale di importo ingente;
- un processo di quotazione veloce e dunque facilitato, non soggetto alle incertezze tipiche del bookbuilding in quanto l'equity value della target è negoziato "privatamente" con i promotori;

- una minore conflittualità con gli investitori rispetto a quanto si verifica nel private equity, grazie alla quotazione che consente sempre all'investitore la possibilità di liquidare la propria posizione.

Lo sviluppo del Pir da un lato, che implica la quotazione delle imprese non sul listino principale, unitamente agli incentivi alla quotazione recentemente varati possono fare ulteriormente da volano al diffondersi delle Spac.

La fusione salva le perdite maturate nel consolidato

■ Un importante chiarimento sulle operazioni tipicamente effettuate dalla Spac è arrivato con la risoluzione 13/E del 2 febbraio 2018, riguardante la continuazione, a seguito della fusione, del regime del consolidato preesistente in capo alla target e la disciplina delle relative perdite.

Infatti in questa tipologia di operazioni la fusione può riguardare la consolidante con una società non inclusa nel consolidato (la Spac) e può proseguire in capo a quest'ultima come nuova consolidante, in quanto consente di mantenere i requisiti del controllo ai sensi dell'articolo 117 e 120 del Tuir. In realtà, per i motivi propri dell'operazione, si è in presenza di un consolidato che, anche post fusione, non ha cambiato testa.

Ciò determina il subentro della Spac nel consolidato della business combination: le perdite maturate dal vecchio consolidato resteranno nella disponibilità del nuovo gruppo e della sua nuova controllante.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'

IL SALTO STRATEGICO DA INDUSTRIA 4.0 A SOCIETÀ 5.0: LA LEZIONE DEL GIAPPONE

IL MENSILE DI MANAGEMENT DEL SOLE 24 ORE

Con Il Sole 24 ORE a € 6,90 in più*

*Offerta valida dal 10 gennaio al 7 febbraio

SHOPPING
24

in abbonamento su www.shopping24.it

GRUPPO 24 ORE



IN EDICOLA
DAL 10
GENNAIO

www.limpresaonline.net

Quotazione in Borsa

GLI INCENTIVI

Bonus del 50% sulle consulenze a chi debutta sul mercato

Perimetro allargato alle piazze Ue e See Agevolate le «parcelle» fino a 500mila euro

Angelo D'Ugo
Alessandro Germani

Al fine di stimolare il ricorso delle imprese al capitale di rischio, la legge di bilancio 2018 ha introdotto un credito d'imposta per favorire la quotazione delle Pmi in un mercato regolamentato, o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro della Ue o See.

I REQUISITI

Esso è riconosciuto a tutte le Pmi individuate in base alla Raccomandazione 2003/361/Ce che, successivamente al 1° gennaio 2018, inizino una procedura di ammissione alla quotazione (Ipo). Da questo punto di vista osserviamo che il focus del legislatore è sempre indirizzato sugli stessi soggetti che hanno beneficiato delle passate misure di finanza per la crescita. L'aspetto, invece, differente, riguarda il fatto che l'agevolazione è legata ad un processo di quotazione che può avvenire anche su mercati diversi da quello domestico, purché appartenga

Stati Ue o See, seguendo in questo caso le esigenze di globalizzazione delle nostre imprese. L'agevolazione è pari al 50% dei costi di consulenza sostenuti fino al 31 dicembre 2020, entro il limite massimo di 500mila euro.

COSTI AGEVOLABILI

Rientrano nell'ambito applicativo, le spese sostenute in occasione dell'ammissione alla quotazione per l'advisor finanziario (studio di fattibilità e supporto per redazione prospetto/documenti di ammissione), per il *nominated advisor* (due diligence finanziaria e di business), per la società di revisione (certificazione bilancio e comfort letter), per gli advisor legali e fiscali, per le società di comunicazione finanziaria e *investor relations*, nonché le cosiddette *listing fee* da versare alla Borsa italiana, o al gestore del mercato di quotazione.

Non sembrano rientrare, invece:

- i costi di collocamento relativi all'aumento di capitale, in quanto la normativa europea di settore li considera riferiti all'attività di intermediazione finanziaria riguardante la sottoscrizione e vendita delle azioni;
- i costi relativi alla vendita delle azioni da parte dei soci in caso di modalità Opv.

Il credito d'imposta è utilizzabile, nel limite complessivo di 20 milioni di euro per il 2019 e 30 milioni di euro per ciascuno degli anni 2020 e 2021, esclusivamente in compensazione mediante modello F24, come stabilito

dall'articolo 17 del Dlgs 241/97, a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione e deve essere indicato nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta di maturazione del credito e nelle dichiarazioni dei redditi relative ai periodi d'imposta successivi, fino a quello nel quale se ne conclude l'utilizzo.

CREDITO D'IMPOSTA

Ai fini dell'utilizzo di tale credito, che è concesso nei limiti previsti dalla disciplina Ue degli aiuti alla Pmi compatibili col mercato interno, non si applicano:

- il limite generale annuale di 700mila euro per le compensazioni nel modello F24;
- il limite annuale di 250mila euro per la compensazione dei crediti

d'imposta derivanti da agevolazioni fiscali, da indicare nel quadro RU della dichiarazione.

Il credito non concorre, poi, alla formazione della base imponibile ai fini delle imposte sui redditi e dell'Irap e non rileva ai fini della determinazione del pro rata di indeducibilità degli interessi passivi e delle spese generali ex articoli 61 e 109 del Tuir.

Con apposito decreto interministeriale (Mise e Mef) da adottarsi entro il 30 aprile 2018, saranno definite le disposizioni attuative dell'agevolazione, relativamente all'individuazione delle procedure per l'accesso al beneficio, ai casi di esclusione, alle procedure di concessione e di utilizzo del beneficio, alla documentazione richiesta, all'effettuazione dei controlli e delle revocche, nonché alle modalità finalizzate ad assicurare il rispetto del limite di spesa.

La misura è finalizzata a favorire la quotazione in borsa delle nostre imprese (in mercati domestici o europei), favorendone la patrimonializzazione mediante ricorso all'*equity*. La stessa sembra fornire anche una risposta all'esigenza di aumentare l'offerta di titoli (da parte delle imprese), a fronte di una domanda consistente, come si nota dall'esperienza attuale dei Pir e dalla diffusione delle Spac.

Nella stessa direzione, divenendo cruciale l'education finanziaria, va il progetto Elite di Borsa Italiana.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

CINQUE BUONI MOTIVI PER AVVIARE UN'OFFERTA DI TITOLI

Struttura finanziaria più solida

Quotarsi in Borsa rende più solida la struttura finanziaria. Ciò è vero per la componente di Ops, ovvero quella in aumento di capitale destinata a costituire mezzi freschi per l'impresa, ma non per quella di Opv, derivante dalla vendita delle azioni da parte dei vecchi soci in occasione della quotazione. Quotarsi consente di ottenere una finanza destinata alla crescita per linee interne o esterne

Immagine aziendale

Quotarsi migliora l'immagine aziendale attraverso l'obbligo di certificazione del bilancio, l'informativa societaria, la corporate governance, la creazione di comitati per i listini principali

Manager qualificati

Quotarsi rafforza la capacità di attrazione di manager più qualificati, perché lo status di quotata è garanzia di *best practice*

Modifica assetto proprietario

Quotarsi può costituire la leva per un passaggio generazionale, o per il passaggio da impresa proprietaria a impresa managerializzata

Maggiore redditività

Quotarsi costringe a focalizzarsi sulla performance aziendale dipendente dal giudizio del mercato; a implementare i sistemi di controllo, di gestione e di reportistica più avanzati, in generale a tener più alta la guardia sulla variabile della redditività aziendale

Mecati azionari. Particolarmente adatto alle small cap regala visibilità internazionale

Per l'Aim requisiti di accesso semplificati

I mercati azionari di Borsa Italiana sono l'Mta (Mercato telematico azionario), ovvero il listino principale dedicato alle migliori società, l'Aim Italia (Sme growth market), dedicato alle Pmi e il Miv (Mercato degli investment vehicles) per i veicoli d'investimento.

L'Aim

Per le Pmi destinate alla crescita, l'alveo naturale per la quotazione è l'Aim. Infatti, il forte sviluppo dei Pir (il 21% investito presuppone che l'emittente non sia inserito nel Ftse Mib) nel corso del 2017 richiede, a fronte di una fortissima domanda di titoli, che vi sia un'offerta adeguata. Da qui la necessità di Pmi che emettano titoli da canalizzare nei Pir, meglio se quotate. Ciò presuppone, pertanto, l'approdo all'Aim. Esso nasce come sintesi dell'esperienza dell'Aim inglese e del-

le caratteristiche dell'imprenditoria italiana e si caratterizza per un processo di ammissione molto flessibile, particolarmente adatto alle *small cap*: si tratta di un Mtf (*Multilateral trading facility*), cioè di un mercato regolamentato da Borsa Italiana. Non è richiesto il prospetto informativo né la pubblicazione delle trimestrali. Tutto si fonda sulla figura del *Nominated adviser* (Nomad), responsabile nei confronti di Borsa Italiana nel valutare l'appropriatezza della società.

I VANTAGGI

L'Aim regala visibilità internazionale e consente requisiti di accesso semplificati rispetto al mercato principale; rapidità e costi contenuti; una flessibilità regolamentare calibrata sulla struttura delle Pmi.

Il vademecum

I requisiti minimi di ammissione fissati da Aim Italia (Sme Growth Market dal 1° gennaio 2018), il mercato dedicato alle Pmi

REQUISITI FORMALI IN FASE DI IPO

Flottante	10%
Bilanci Certificati	1 (se esistente)
Principi contabili	Italiani o internazionali/Usa
Offerta	Istituzionale
Altri documenti	Documento di ammissione
Market cap (€)	Nessun requisito formale
Cda (numero indipendenti)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e rischi	Nessun requisito formale
Comitato remunerazione	Nessun requisito formale
Incentivi top management	Nessun requisito formale
Investor relator	Non obbligatorio
Sito web	Obbligatorio
Principale advisor	Nomad

REQUISITI FORMALI POST IPO

Codice di corp. governance	Facoltativo
Specialist	Obbligatorio (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (regolamento Aim)
Opa	Opa statutaria
Particorrelate	Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	No
Dati semestrali	Si - entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Si - pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Fonte: Borsa Italiana

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Gli investitori

GLI INDICATORI QUALIFICANTI

Per la scelta del finanziamento fondamentale il fattore «Ev»

Le considerazioni vengono fatte tenendo conto di enterprise value ed equity value

Alessandro Germani
Roberto Ippolito

Dopo aver passato in rassegna le varie tipologie di prodotti finanziari che, al livello di equity, di debito o di forme ibride possono consentire alle imprese di accedere a fonti di finanziamento alternative al classico canale bancario, può essere utile soffermarsi sugli indicatori tipici che un'azienda deve possedere – e che l'investitore a sua volta ricerca – in operazioni di private equity e private debt.

PRIVATE EQUITY

Partendo dalle prime, occorre considerare che alla base c'è sempre una valutazione d'azienda, i cui concetti chiave sono l'equity value e l'enterprise value (in gergo Ev).

Essi dipendono dal tipo di approccio utilizzato da chi valuta l'azienda, il quale può optare per la prospettiva "asset side" o per quella "equity side". Con la prima si stima il valore dell'equity in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta. Con la seconda, invece, si stima il valore dell'equity in modo diretto. Gene-

ralmente si fa ricorso alla modalità asset side.

Solitamente nelle operazioni di private equity l'enterprise value viene calcolato facendo ricorso al metodo dei multipli di mercato o delle transazioni comparabili. I multipli maggiormente utilizzati sono quelli di tipo asset ovvero:

- Ev/Ebitda;
- EV/Ebit.

A seconda, poi, del livello di indebitamento della società, l'equity value può essere maggiore o minore rispetto all'enterprise value.

- in presenza di più debiti finanziari rispetto alla cassa, l'equity value sarà inferiore all'enterprise value;
- se, viceversa, le disponibilità liquide sono maggiori dei debiti finanziari, l'equity value sarà superiore all'enterprise value.

Per un'azienda che è interessata ad un intervento di private equity oppure ad una quotazione in Borsa è chiaramente fondamentale la redditività espressa, sia in chiave storica sia prospettica, come risultante dai suoi business plan. Si guarda spesso all'Ebitda margin della società, ovvero al rapporto fra Ebitda e fatturato, come indicatore della redditività dell'impresa, da confrontare con quello del settore. Chiaramente ogni settore avrà il proprio, perché in quelli ad elevato valore aggiunto è presumibile che l'indicatore si attesti sopra il 10%, arrivando anche a picchi del 25-30% (lusso, moda). In settori più tradizionali o comunque con minori margini, esso potrà risultare inferiore al 10% (grande distribuzione, commercio). Più elevato sarà questo margine più è possibile che si applichino multipli intorno a 10 volte se non addirittura superiori.

PRIVATE DEBT

In operazioni di private debt il fondo che eroga i finanziamenti è interessato a verificare che il business plan presentato dall'azienda sia in grado di sostenere il debito richiesto. Sotto questo profilo, l'approccio è concettualmente simile a quello di una banca che eroga un finanziamento a medio-lungo termine.

Nella prassi ci sono alcuni indicatori molto usati per una valutazione "quantitativa" della sostenibilità; tali indicatori sono inoltre spesso usati come covenant finanziari dei contratti di finanziamento. Tra gli indicatori più usati annoveriamo il leverage ratio, il gearing ratio, il debt service cover ratio e l'interest cover ratio.

Al di là delle specifiche peculiarità di intervento nell'equity o nel debito il fondo segue una logica ben precisa e ricerca nelle imprese alcuni requisiti.

Pertanto, ci sono alcuni aspetti che l'impresa che vuole aprirsi a strumenti alternativi di finanza deve assolutamente tenere nella giusta considerazione. Accanto, chiaramente, alla ricerca della performance, è fondamentale una cultura di controllo di gestione, finalizzata a reagire con tempestività alle opportunità e minacce di mercato.

Ciò va di pari passo con la cultura della disclosure dei propri risultati e dell'informatività societaria in generale. Inoltre, l'ingresso di un fondo richiede all'imprenditore anche un cambiamento di mentalità a livello di governance societaria, in quanto è presumibile che pretenda di nominare alcuni consiglieri di amministrazione e/o sindaci, prendendo sempre più parte alla vita societaria.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

INDICATORI CHIAVE DELL'AZIENDA PER UN'OPERAZIONE DI PRIVATE DEBT

Leverage Ratio (Lr)

Debito / Ebitda

Il rapporto mostra quanti anni occorrerebbero a una società per rimborsare il suo debito in base al livello attuale di Ebitda. Tale indicatore ha comunque dei difetti in quanto è solo un'approssimazione del flusso di cassa ed inoltre può sovrastimare la capacità di rimborso. Genericamente si può affermare che:

- Lr < 3: situazione di equilibrio;
- 3 < Lr < 5: situazione di rischio moderato;
- Lr > 5: situazione di elevato rischio.

Gearing ratio (Gr)

Debito / Patrimonio Netto

Un valore elevato del rapporto indica un uso prevalente del debito rispetto al capitale di rischio: quanto più alto è il rapporto, tanto maggiore è il rischio percepito dal finanziatore. Genericamente si può affermare che:

- Gr < 1,5: situazione di equilibrio;
- 1,5 < Gr < 3: situazione di rischio moderato;
- Gr > 3: situazione di elevato rischio.

Debt Service Cover Ratio (Dscr)

Cash flow disponibile per il ripaga-

mento del debito / Quota capitale annua debito + Oneri finanziari. Il rapporto misura il flusso di cassa disponibile per ripagare capitale e interessi. Fornisce quindi un'indicazione della capacità del debitore di rimborsare il debito utilizzando la cassa generata internamente. Genericamente si può affermare che:

- Dscr > 2: situazione di equilibrio;
- 1,2 < Dscr < 1,5: situazione di rischio moderato;
- Dscr < 1: situazione di elevato rischio.

Interest Cover Ratio (Icr)

Ebitda / interessi passivi

Il rapporto rivela quante volte l'Ebitda copre il pagamento degli interessi. Il limite di questo indice è legato al fatto che l'Ebitda è solo una proxy del flusso di cassa ed inoltre che in aggiunta al fatto di ripagare gli interessi sul debito, l'azienda dovrà anche rimborsare il capitale, aspetto non incluso nell'Icr. Genericamente si può affermare che:

- Icr > 2: situazione di equilibrio;
- 1,2 < Icr < 1,5: situazione di rischio moderato;
- Icr < 1: situazione di elevato rischio.

ASPETTI TIPICI NELLA VALUTAZIONE DEL PRIVATE EQUITY

Equity value ed enterprise value

L'equity value è il valore del capitale azionario ed è definito come:

- Equity value = Enterprise value - Posizione finanziaria Netta (Pfn)

Se i debiti finanziari sono maggiori della cassa, l'equity value sarà inferiore all'enterprise value.

Se le disponibilità liquide sono maggiori dei debiti finanziari, l'equity value sarà superiore all'enterprise value.

L'enterprise value è il «valore complessivo» di una società ed è pari - dal lato dell'attivo - alla somma del valore totale generato dalle attività operative e di investimento di un'impresa; tale

valore deve essere diviso tra i vari portatori di capitale (siano essi a titolo di debito che a titolo di equity).

Pre money e post money

Un altro concetto fondamentale è la differenza tra la valutazione pre-money e post-money della società. La relazione tra le due valutazioni è la seguente:

- Valutazione post-money = Valutazione pre-money + Investimento

Mentre, in termini di azioni, vale ovviamente la seguente equazione:

- Azioni Post-money = Azioni Pre-money + Azioni Emesse

In particolare:

- Post-money si riferisce alla valutazione di un'azienda successiva all'investimento. Si calcola moltiplicando il prezzo per azione pagato nel round di investimento moltiplicato per il numero di azioni presenti dopo il round di investimento. Si ottiene anche dividendo l'ammontare investito per la quota acquisita.

- Pre-money si riferisce alla valutazione di un'azienda precedente all'investimento. Si calcola moltiplicando il prezzo per azione pagato nel round di investimento per il numero di azioni presenti prima del round di investimento.

I PRODOTTI IN VETRINA



IL LIBRO

Private equity e debt

Il libro di Alessandro Germani, Angelo D'Ugo, Davide Cagnoni e Roberto Ippolito si propone di fornire all'imprenditore, ai suoi collaboratori e consulenti una guida verso un percorso di apertura a nuove forme di finanza. Con ampio spazio ai riflessi fiscali delle operazioni di fusione e delle problematiche di riporto perdite, interessi passivi e ACE.

Private equity e private debt per le PMI italiane; edizioni Il Sole 24 Ore; 208 pagine; 30 euro

Il Sole **24 ORE**

IVA 2018

Tante le novità Iva introdotte dalla Legge di Bilancio per il 2018 alla luce dei chiarimenti operati con circolare 17 gennaio 2018, n. 1/E, e dal Dm 9 gennaio 2018 sulle modalità di attuazione dello split payment. Dall'ampliamento dell'utilizzo generalizzato della fattura elettronica alla semplificazione nella presentazione dei modelli Intrastat, fino alle novità relative ai carburanti: il fascicolo affronta in un unico testo tutti i temi in modo operativo, anche attraverso esempi pratici e riportando i punti essenziali dei principali documenti di prassi, delle sentenze nazionali e comunitarie, nonché della dottrina.

**IN EDICOLA DAL 31 GENNAIO
CON IL SOLE 24 ORE A 9,90 €*
Offerta valida in Italia fino al 17 marzo 2018**
*Oltre il prezzo del quotidiano

