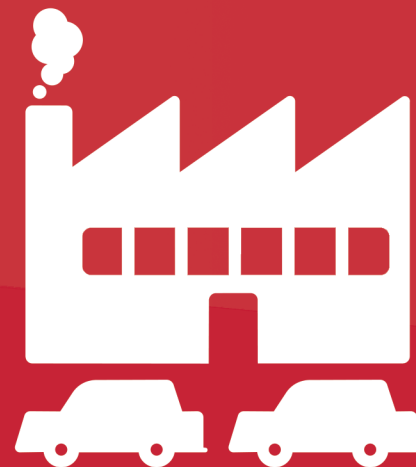


periodico
omologato
DCOER0975
Posteitaliane

Breview



TeamSystem Business review

n. 12/2015

Supplemento a TeamSystem Review n. 228

Poste Italiane S.p.A.

Spedizione in abbonamento postale D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 N.46), art. 1, comma 1, DGB Pesaro

Periodico di informazione alle imprese

In collaborazione con

 Euroconference

 TeamSystem®

ALYANTE Enterprise

Il sistema ERP più flessibile, nella sua versione più evoluta

ALYANTE Enterprise è la **soluzione integrata che supporta tutti i processi aziendali**, sempre aggiornata con le normative del mercato italiano.

Flessibile e modulare, con una **completezza funzionale** che non ha eguali, una **user experience** innovativa, strumenti per ottimizzare la gestione dei processi e sfruttare tutti i vantaggi del web, del lavoro in mobilità e della collaboration, **ALYANTE Enterprise è dedicata alle grandi imprese che hanno soprattutto bisogno di solidità, affidabilità, completezza, facilità di configurazione e d'uso.**

Una soluzione:

- 1.** modulare e flessibile, che evolve insieme al business;
- 2.** funzionalmente completa, anzi la più completa;
- 3.** capace di supportare in modo integrato tutti i processi aziendali;
- 4.** sempre adeguata alle normative;
- 5.** pensata per la collaboration e il lavoro in mobilità;
- 6.** facile da usare per la sua user experience innovativa.

www.teamsystem.com

 **TeamSystem[®]**

TeamSystem
Business review

Periodico
di informazione
alle imprese

Editrice TeamSystem
Sede: Via Yuri Gagarin, 205 - 61122 Pesaro
Direttore Responsabile: Sergio Pellegrino

Redazione:
 **Euroconference**
Editoria

S.E. o O.
Riproduzione vietata

Lavoro e previdenza

Nuove indicazioni sul contributo di solidarietà	2
Esenzione contributiva triennale per nuove assunzioni	4
TFR: coefficiente di ottobre 2015	6

Economia e finanza

Equo canone di ottobre 2015	7
-----------------------------	----------

Fisco e tributi

I Principi di valutazione dell'Oiv – le valutazioni a fini legali	8
Fusione societaria, rapporto di cambio e capitale sociale	12
Mini-bond: una opportunità per le pmi	17

Nuove indicazioni sul contributo di solidarietà

Il Ministero del Lavoro pubblica la nota n.21091/15, con la quale fornisce chiarimenti e ulteriori indicazioni relativamente alla concessione del contributo a favore di quelle aziende, non rientranti nell'ambito di applicazione della Cigs, che abbiano attivato contratti di solidarietà difensivi allorquando sia intervenuta la cessazione dell'attività aziendale e si sia dato corso a licenziamenti durante il contratto di solidarietà. Nello specifico viene precisato che, in caso di cessazione, il datore di lavoro perde il diritto al contributo di solidarietà, non avendo garantito il mantenimento, anche parziale, dei livelli di occupazione. La novità si applica alle domande di solidarietà che siano state acquisite dalle DTL dopo il 18 novembre 2014.

In merito occorre distinguere, quanto alla disciplina di riferimento, le istanze di solidarietà presentate prima e quelle presentate dopo l'entrata in vigore della circolare n.28/14, pubblicata sul sito del Ministero del Lavoro in data 17 novembre 2014 e, quindi, divenuta efficace dal 18 novembre 2014.

Domande di solidarietà acquisite in data antecedente al 18 novembre 2014

In caso di cessazione dell'azienda viene meno la finalità dell'ammortizzatore sociale in questione, individuata nel mantenimento, anche parziale, dei livelli occupazionali dell'impresa richiedente. Pertanto, in tale caso, l'azienda perde il diritto all'erogazione del contributo. Le DTL, qualora in fase di verifica accertassero che l'impresa richiedente il contributo di solidarietà abbia cessato l'attività in corso di contratto di solidarietà, dovranno "individuare unicamente l'ammontare della quota di contributo spettante ai singoli lavoratori interessati [...] La DPL - Servizio ispettivo deve anche provvedere ad acquisire e a segnalare le coordinate bancarie dei medesimi lavoratori" (ML, circolare n.20/04). Giova sottolineare che, benché detta circolare non suggerisca indicazioni relative all'ipotesi della devoluzione sancita con accordo sindacale, secondo la prassi applicativa seguita nel tempo dal Ministero del Lavoro, la quota aziendale va comunque rimborsata qualora ne sia stata non solo concordata la devoluzione a beneficio dei lavoratori, ma altresì posta in essere l'anticipazione ai lavoratori da parte dell'azienda. Ai fini, pertanto, della corresponsione del contributo-quota azienda, la nota ribadisce la necessaria ricorrenza di ambedue i presupposti: anticipazione accertata dalla DTL e devoluzione prevista dall'accordo.

Domande di solidarietà acquisite in data successiva al 18 novembre 2014

In questa specifica situazione la richiamata circolare n.28/14 prevede: "Solo nel caso in cui l'impresa abbia già anticipato la quota spettante ai lavoratori ed eventualmente anche la propria quota, ove nell'accordo sindacale sia prevista la devoluzione da parte dell'azienda, le DTL dovranno individuare l'ammontare da restituire all'impresa".

Si prospettano, quindi, quattro ipotesi:

1. qualora l'accordo sindacale preveda la devoluzione della quota di contributo aziendale a favore dei lavoratori e ci sia stata anticipazione, all'azienda viene erogato tutto il contributo;
2. qualora l'accordo sindacale non preveda la devoluzione della quota di contributo aziendale a favore dei lavoratori e ci sia stata anticipazione, viene erogata solo la quota del contributo dei lavoratori;
3. qualora l'accordo sindacale preveda la devoluzione della quota di contributo aziendale a favore dei lavoratori e non ci sia stata anticipazione, ai lavoratori viene erogata solo la loro quota del contributo;
4. qualora l'accordo sindacale non preveda la devoluzione della quota di contributo aziendale a fa-

vore dei lavoratori e non ci sia stata anticipazione, ai lavoratori viene erogata solo la loro quota del contributo.

Diversamente, ove la cessazione dell'attività aziendale si fosse verificata dopo la chiusura del periodo di solidarietà, la quota aziendale sarà in ogni caso riconosciuta all'azienda, avendo quest'ultima comunque garantito l'occupazione dei lavoratori per l'intero periodo concordato nell'accordo sindacale.

Infine, nel caso in cui all'atto del pagamento del contributo non fosse possibile individuare l'azienda beneficiaria o il soggetto preposto alla gestione della crisi aziendale (es. commissario liquidatore, curatore fallimentare, etc.) il procedimento di concessione dovrà ritenersi necessariamente concluso con l'atto di erogazione della quota spettante ai singoli lavoratori, salva successiva individuazione del titolare beneficiario.

Licenziamenti in corso di solidarietà

In ultimo il Ministero, per quanto attiene ai licenziamenti in corso di solidarietà, conferma i principi e le modalità operative già contenuti nella circolare n.28/14, che recita: "Durante il regime di solidarietà è fatto divieto di mettere in mobilità o licenziare, tranne che per giusta causa, sia i lavoratori in solidarietà che gli eventuali dipendenti dell'impresa non interessati dal contratto di solidarietà. Qualora ciò avvenga, l'azienda perderebbe la propria quota di contributo in relazione ai dipendenti licenziati, ancorché anticipata agli stessi".

In analogia con quanto sopra disposto, in caso di cessazione di attività aziendale dopo la chiusura del periodo di solidarietà, se i licenziamenti dei lavoratori interessati alla solidarietà sono stati intimati dopo la chiusura del periodo di solidarietà, la quota aziendale va in ogni caso riconosciuta all'azienda, avendo quest'ultima garantito i livelli occupazionali per l'intero periodo di riferimento.

Riferimenti normativi

Ministero del Lavoro, nota 21091/15

Esenzione contributiva triennale per nuove assunzioni

L *Inps, con circolare 3 novembre 2015, n.178, ha fornito importanti chiarimenti in merito all'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione dell'esonero triennale previsto dalla L. n.190/14.*

Sotto l'ambito soggettivo sono illustrate importanti novità operativa relativamente alle P.A. e ai datori di lavoro che versano i contributi all'Inpgi, mentre sotto l'aspetto oggettivo si riscontrano due filoni di approfondimento:

1. i contributi interessati all'esonero;
2. le fattispecie che consentono l'esonero.

Sul tema sono inoltre stati emanati il messaggio Inps n.6533/15, l'interpello n.25/15, la lettera circolare del Ministero del Lavoro n.19069/15. Anche la Legge di Stabilità interverrà in materia riproponendo per il 2016 una versione ridotta dell'esonero.

Contributi interessati all'esonero

Non sono oggetto di esenzione i seguenti contributi:

- premi Inail (si veda circolare Inps n.17/15);
- Tfr devoluto al Fondo di Tesoreria (si veda circolare Inps n.17/15);
- contributo ai c.d. Fondi di solidarietà residuale ex L. n.92/12 (attualmente nella misura dello 0,33% a carico datore di lavoro) (si veda circolare Inps n.17/15);
- contributo per la garanzia sul finanziamento della Qu.I.R.;
- il contributo pari allo 0,30% della retribuzione imponibile, destinato, in relazione ai datori di lavoro che vi aderiscono, al finanziamento dei fondi interprofessionali per la formazione continua istituiti dall'art.118, L. n.388/00 (nel contributo NASpI);
- il contributo di solidarietà sui versamenti destinati alla previdenza complementare e/o ai Fondi di assistenza sanitaria;
- il contributo di solidarietà per i lavoratori dello spettacolo;
- il contributo di solidarietà per gli sportivi professionisti.

È esonerabile invece lo 0,50% ex art.3, co.15, L. n.297/82; in questo caso chiaramente il datore di lavoro non potrà recuperare detto contributo sul Tfr del dipendente.

In merito alle misure compensative (0,20% e 0,28%) esse ridurranno l'agevolazione; in questo caso deve essere evidenziato che l'esonero non è fruibile secondo l'ordinario criterio della c.d. net-tizzazione, ma tramite il calcolo di un'aliquota di esenzione che di fatto determina l'agevolazione da esporre con il codice L444. Quindi il datore di lavoro dovrà esporre i dati del dipendente come se non vi fosse l'agevolazione sia in merito ai contributi totali a debito sia in merito alle misure compensative (TF01, TF02, TF13, TF14) per poi recuperare l'esenzione tramite L444. Il chiarimento non è da poco, se si considera che attualmente l'Inps sta recapitando delle note di rettifica dei mesi precedenti secondo tale indicazione, sanzionando eventuali conteggi errati anche laddove, di fatto, i contributi versati sono corretti, ad esempio perché il datore di lavoro non ha utilizzato le misure compensative (es. TF01) e dall'altra parte non ha ridotto lo sgravio, quindi a saldo invariato.

Fattispecie che consentono l'esonero

In merito alle fattispecie che consentono l'esonero l'Inps precisa che:

- l'esistenza di un rapporto di lavoro subordinato a tempo indeterminato all'estero nei sei mesi precedenti l'assunzione non consente la fruizione dell'esonero contributivo;
- con riferimento ai rapporti di lavoro part-time a tempo indeterminato, l'esonero spetta anche nei casi in cui il lavoratore sia assunto da due diversi datori di lavoro in relazione ad ambedue i rapporti, purché la data di decorrenza dei predetti rapporti di lavoro sia la medesima;
- anche laddove il precedente rapporto di lavoro - intercorso nei sei mesi precedenti l'assunzione

ne - sia stato risolto per mancato superamento del periodo di prova ovvero per dimissioni del lavoratore, non si ha diritto alla fruizione dell'esonero;

- l'incentivo non spetta qualora i lavoratori già titolari di un rapporto a tempo indeterminato transitino dal cedente al subentrante nei casi di cambi di appalto di servizi, nell'ipotesi in cui la contrattazione collettiva che disciplina tali rapporti, preveda, per i casi di cessazione dell'appalto cui sono adibiti i dipendenti, una procedura idonea a consentire l'assunzione degli stessi alle dipendenze dell'impresa subentrante, mediante la costituzione ex novo di un rapporto di lavoro con un diverso soggetto;
- nelle ipotesi di cessione del contratto a tempo indeterminato ex articolo 1406 cod. civ. e di trasferimento d'azienda ex articolo 2112 cod. civ., con passaggio del dipendente al cessionario, la fruizione del beneficio già riconosciuto al datore di lavoro cedente può essere trasferita al subentrante per il periodo residuo non goduto.

Zone montane e svantaggiate

In tema di cumulabilità dell'esonero triennale con le riduzioni contributive per zone montane e svantaggiate, con il messaggio n. 6533/2015, l'Inps ha chiarito su parere del Ministero del Lavoro, che ai datori di lavoro agricolo operanti in tali territori è applicabile il solo regime ordinario di favore previsto dall'articolo 9, L. 67/1988, inclusa la riduzione dei premi Inail. Saranno pertanto ricalcolati i contributi del primo trimestre 2015 affinché per i lavoratori ammessi al beneficio si applichi l'esonero per le giornate lavorate in zona ordinaria e le riduzioni contributive citate per quelle lavorate in zone montane o svantaggiate.

Verifiche ispettive

Con lettera circolare n.19069 del 9 novembre 2015, il Ministero del Lavoro ha fornito agli ispettori ulteriori indicazioni operative per le verifiche su eventuali comportamenti elusivi volti alla indebita fruizione dell'esonero. L'Inps metterà a disposizione informazioni sui datori di lavoro che hanno richiesto il beneficio e sui precedenti rapporti di lavoro del personale assunto.

Operazioni societarie

Con la risposta a interpello n.25/15, il Ministero del Lavoro si è occupato della possibilità di fruire dell'esonero contributivo per le nuove assunzioni con contratto di lavoro a tempo indeterminato effettuate nel corso dell'anno 2015 in seguito a operazioni societarie poste in essere nel 2016. In particolare il Ministero ricorda che, per quanto concerne la fattispecie della fusione per incorporazione presa ad esempio nel quesito posto, ma non solo, è applicabile l'art.2112 cod. civ., ai sensi del quale "si intende per trasferimento d'azienda qualsiasi operazione che, in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento della titolarità di un'attività economica organizzata [...] che conserva nel trasferimento la propria identità", a prescindere dal negozio giuridico utilizzato e che i rapporti di lavoro con il cedente proseguono con il cessionario senza soluzione di continuità e i lavoratori conservano tutti i diritti ad essi connessi. Proprio l'assenza di interruzione dei rapporti di lavoro assistiti da incentivo consente di sostenere che eventuali procedure di trasferimento d'azienda in seguito intervenute non mutino i requisiti che hanno legittimato all'origine la fruizione dell'esonero e, pertanto, che chi acquisisce i contratti agevolati ha il diritto di continuare a beneficiare dell'esonero contributivo richiesto dal datore di lavoro che ha stipulato il contratto nel 2015 poi trasferito nel 2016, ma per la sola parte residua fino alla scadenza del termine legale dei 36 mesi.

Legge di Stabilità 2016

Il disegno di Legge di Stabilità per il 2016, attualmente all'esame del Parlamento e quindi non ancora disponibile in versione definitiva, ripropone per il 2016 l'esonero connesso all'assunzione a tempo indeterminato, ma riducendone la portata sia in termini di durata (24 mesi anziché 36) sia di consistenza (sarà parziale anziché totale, fino ad un massimo di € 3.250,00).

Riferimenti normativi

Inps circolare 3 novembre 2015, n.178

TFR: coefficiente di ottobre 2015

Secundo quanto comunicato dall'Istat, l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati a ottobre 2015 è risultato pari a 107,2: a ottobre 2015 la percentuale utile per la rivalutazione del TFR maturato al 31 dicembre 2014 è risultata pari a 1,390187.

Decorrenza	Periodo	Indice ISTAT	Aumento rispetto al 2014	Tasso mensile	75% Differenza 2014	Rivalutazione
Gennaio 2015	15 gennaio - 14 febbraio	106,5	0	0,125	0	0,125000
Febbraio 2015	15 febbraio - 14 marzo	106,8	0	0,250	0	0,250000
Marzo 2015	15 marzo - 14 aprile	107,0	0	0,375	0	0,375000
Aprile 2015	15 aprile - 14 maggio	107,1	0,093458	0,500	0,070093	0,570093
Maggio 2015	15 maggio - 14 giugno	107,2	0,186916	0,625	0,140187	0,765187
Giugno 2015	15 giugno - 14 luglio	107,3	0,280374	0,750	0,210280	0,960280
Luglio 2015	15 luglio - 14 agosto	107,2	0,186916	0,875	0,140187	1,015187
Agosto 2015	15 agosto - 14 settembre	107,4	0,373832	1,000	0,280374	1,280374
Settembre 2015	15 settembre - 14 ottobre	107,0	0	1,125	0	1,125000
Ottobre 2015	15 ottobre - 14 novembre	107,2	0,186916	1,250	0,140187	1,390187

Equo canone di ottobre 2015

L' inflazione del mese di ottobre 2015 è stata pari a 0,0%. Ai fini dell'equo canone, pertanto, la variazione ridotta al 75% è pari a 0,0% (zerovirgolazero).

Sul sito *internet* dell'ISTAT è stato pubblicato che:

- la variazione percentuale dell'indice del mese di ottobre 2015 rispetto a ottobre 2014 è risultata pari a 0,0% (zerovirgolazero). Variazione utile per le abitazioni e per i locali diversi dalle abitazioni con contratti ai sensi della Legge n.118/85: il 75% risulta pari a 0,0% (zerovirgolazero);
- la variazione percentuale dell'indice del mese di ottobre 2015 rispetto a ottobre 2013 risulta pari a 0,1% (zerovirgolauno). Il 75% risulta pari a 0,075% (zerovirgolazerosettantacinque). Le variazioni percentuali annuali e biennali sono state prelevate dal sito *internet* dell'ISTAT.

I Principi di valutazione dell'Oiv – le valutazioni a fini legali

Le metodiche di valutazione illustrate dalle nuove linee guida in materia di valutazione d'azienda compendiate nei Principi italiani di valutazione (Piv) emanati dall'Oiv – Organismo italiano di valutazione, si applicheranno (per adesione volontaria), a decorre a partire dal 1 gennaio 2016. In questo contributo svolgeremo alcune considerazioni sulle peculiarità delle valutazioni svolte nell'ambito di finalità legali ed in particolare nella valutazione nel caso di recesso del socio.

Le valutazioni legali

I Principi italiani di valutazione nella parte quarta, dedicata ad "Applicazioni Particolari", si soffermano sull'utilizzazione dei principi medesimi nel caso di "valutazioni legali", intendendo con tale espressione quelle valutazioni richieste o disciplinate da norme specifiche del codice civile, per le quali i valori oggetto di stima sono in una certa misura valori convenzionali.

Giova inoltre osservare che, di norma ma non sempre, i pareri derivanti da valutazioni legali hanno la funzione di garanzia societaria con particolare riferimento alla tutela dei terzi estranei al controllo della società (soci di minoranza ed altri *stakeholders*). Sempre in considerazione di tali finalità di tutela dei terzi, le valutazioni a fini legali sono normalmente attribuite ad esperti terzi indipendenti caratterizzati da requisiti elevati di indipendenza e professionalità, ed in taluni casi, per garantire la terziarietà, la nomina è demandata al giudice.

Le valutazioni legali considerate nell'analisi dei Piv sono quelle collegate ad operazioni straordinarie che possono caratterizzare la vita delle imprese, in particolare:

- aumento di capitale,
- operazioni di fusione, scissione e conferimento,
- trasformazioni
- recesso.

Considerata la delicatezza di tali valutazioni, l'obiettivo dei Piv in tale ambito è di fornire agli esperti un *framework* concettuale per ridurre le diversità di interpretazione che potrebbero emergere dalla lettura dei disposti normativi, richiamando i principi di razionalità economica più coerenti con il disposto legislativo e in grado di offrire garanzie di correttezza e di equità per i terzi coinvolti.

In riferimento ai pre-requisiti necessari per lo svolgimento dell'incarico l'esperto deve sempre:

- identificare la sostanza economica dell'operazione, dal momento che operazioni con diversa forma giuridica possono avere diversa sostanza economica;
- avere una specifica conoscenza della disciplina legislativa di riferimento applicabile alla fattispecie;
- comprendere le responsabilità ed il ruolo che riveste nelle valutazioni per scopi di garanzia societaria. Tali valutazioni, come detto, hanno infatti una funzione pubblica di tutela degli interessi dei terzi oltre che delle parti coinvolte.

Tra le diverse tipologie di lavoro valutativo definite dall'Oiv i Principi italiani di valutazione sanciscono che le valutazioni legali deve essere sempre "valutazioni"¹, e non pareri valutativi e che, pertanto, il processo valutativo debba essere svolto in maniera completa. In particolare, alla luce della richiamata funzione di garanzia delle valutazioni legali, l'esperto deve avere accesso a tutte le

¹ Come definito nei Principi (I.4.2.) le principali tipologie di lavoro di valutazione sono cinque:

- valutazione;
- parere valutativo;
- parere di congruità;
- calcolo valutativo;
- revisione del lavoro di un altro esperto.

informazioni necessarie al fine di non incontrare alcuna limitazione nel suo lavoro.

Il Principio I.4.3. espressamente richiama che la valutazione a fini legali implica lo svolgimento completo del processo valutativo, attraverso cinque fasi caratteristiche:

1. la formazione e l'apprezzamento della base informativa;
2. l'applicazione dell'analisi fondamentale;
3. la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
4. l'apprezzamento dei principali fattori rischio;
5. la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Considerando il sopracitato scopo di "garanzia societaria", con particolare riferimento alla tutela dei soci di minoranza e degli *stakeholders* estranei alla società, ed alla luce del fatto che non sempre utilizzatore finale della relazione di valutazione e committente coincidono, l'esperto, tramite la sua relazione, deve permettere ad eventuali soggetti terzi (organi di governo e di controllo aziendale, società di revisione, regulators, creditori, etc.) di poter ripercorrere tutti gli sviluppi del processo valutativo effettuato² e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime. Pertanto, nella relazione devono essere forniti tutti gli elementi che consentono di apprezzare la base informativa utilizzata, le scelte dei metodi e dei criteri di valutazione, il peso attribuito ai risultati di ciascun metodo, il risultato finale. Inoltre le valutazioni legali devono sempre escludere ipotesi speciali³, cioè quelle ipotesi che un terzo partecipante al mercato non formulerebbe.

La valutazione in caso di recesso

Nell'ambito delle valutazioni legali i Piv affrontano anche il tema particolare della valutazione delle azioni nel caso di esercizio del diritto di recesso da parte dei soci, fattispecie regolata dagli articoli dal 2437 al 2437-*quinquies*, cod. civ..

Al verificarsi delle fattispecie previste dalla normativa o dallo statuto, il socio ha diritto ad ottenere la liquidazione della sua quota partecipativa da parte della società. Tale previsione della norma non è irrilevante in quanto le divergenze tra soci in merito a decisioni strategiche della società potrebbero impattare direttamente sulla situazione finanziaria della stessa: si pensi al caso in cui la società potrebbe essere chiamata, ove le azioni non venissero acquistate da alcuno (soci attuali o soggetti terzi), a far fronte con proprie risorse finanziarie alla liquidazione del socio recedente.

In relazione a tale evento, si nota, al contrario di altre casistiche, che la valutazione del valore di recesso non è demandata per legge ad alcuna "relazione di valutazione" di esperti indipendenti, bensì è responsabilità precipua dell'organo amministrativo della società⁴. In caso di società di rilevanti dimensioni è frequente che l'organo amministrativo si avvalga per la valutazione di un esperto indipendente, per cautelarsi da eventuali contestazioni di conflitto di interessi da parte del socio recedente. Si pensi a tal proposito al caso - non infrequente - in cui gli organi amministrativi e di controllo della società siano, di fatto, per buon parte espressione del socio di maggioranza che si contrappone al socio di minoranza recedente.

La necessità di una relazione valutativa "legale" in senso stretto interviene solo qualora vi sia contestazione o disaccordo: in tal caso il valore di recesso è determinato ai sensi dell'articolo 2437-*ter*, 6 comma, cod. civ., tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale.

Ancorché non espressamente citato dall'Oiv, lo scrivente ritiene che i principi di valutazione applicabili nella fattispecie siano identici sia nel caso di esperto indipendente nominato dall'organo amministrativo, sia nel caso di relazione di valutazione emessa sulla base di incarico derivante dal ricorso all'autorità citata in precedenza.

L'articolo 2437-*ter*, comma 2, cod. civ., stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni deve

² In tale caso i Piv parlano di valutazioni "controllabili"- IV.2. pag. 304.

³ Il Principio I.5.6 definisce tali fattispecie come quelle ipotesi che "un normale operatore partecipante al mercato non formulerebbe alla data di valutazione in merito al contesto di riferimento e/o all'oggetto della stima". A tale proposito viene riportato l'esempio dell'anticipazione di una autorizzazione alla modifica di destinazione d'uso di un terreno: poiché il fatto non è acquisito i relativi effetti sui flussi futuri non vanno considerati.

⁴ Ai sensi dell'articolo 2437-*ter*, secondo comma, cod. civ., il valore di liquidazione delle azioni è determinato "... dagli amministratori sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti".

essere determinato "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni". L'articolo 2347-ter, comma 4, cod. civ., prevede poi che: "lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione". Il Principio IV.6.1. afferma che nel caso di recesso, l'esperto deve procedere alla valutazione della intera "azienda"⁵ nel suo complesso, giungendo alla determinazione del valore delle azioni oggetto di recesso pro-quota. La conseguenza di tale principio è che non sono applicabili né sconti di minoranza né premi di maggioranza⁶.

Tale affermazione sostanzialmente contribuisce a dirimere un tema ampiamente dibattuto nella dottrina⁷, una parte della quale propende per il fatto che, nel caso di valutazione di società ai fini del recesso, gli sconti di minoranza debbano essere tenuti in considerazione. La presa di posizione dell'Oiv ha come presupposto implicito lo scopo di non penalizzare il socio recedente di minoranza il quale, messo sostanzialmente in una situazione difficile o di disaccordo con il socio di maggioranza e/o con il gestore della società (espressione della maggioranza medesima), può in tale frangente ottenere un valore equo della sua partecipazione (basato sulla valorizzazione dei benefici futuri a cui sta rinunciando tramite il recesso). A giudizio dello scrivente, la mancata considerazione dello sconto di minoranza pone le seguenti questioni per le quali in apparenza i Piv non hanno proposto soluzioni:

- qualora il socio recedente di minoranza avesse acquistato recentemente le proprie azioni, ottenendo uno sconto di minoranza all'atto dell'acquisto, l'esercizio del recesso senza considerare tale sconto permetterebbe di realizzare una plusvalenza rispetto al prezzo pagato concedendo al medesimo un profitto "iniquo";
- la legislazione prevede che le azioni oggetto di recesso vengano offerte *in primis* ai soci esistenti, successivamente al mercato e, in ultima istanza, vengano acquistate dalla società medesima quali azioni proprie (con ovvie conseguenze negative sulla situazione finanziaria della società la quale si trova a dover reperire o impiegare risorse finanziarie, nonché sulla situazione patrimoniale della società medesima che in caso di incapienza potrebbe portare alla liquidazione della Società). Ebbene, si ritiene che considerare il valore delle azioni di minoranza senza alcun sconto possa rendere più difficile l'acquisto di tali azioni da parte di un socio terzo.

I Piv ritengono che siano comunque da considerare quegli sconti che si applicano al valore economico dell'impresa nel suo complesso (*entity level discount*)⁸.

Tra le differenti configurazioni considerate dai Principi di valutazione, la configurazione del valore di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è il "valore intrinseco"⁹. A detta dei Piv tale configurazione rappresenterebbe al meglio la perdita di valore (che quindi deve essere "rimborzata") in capo al socio tramite l'esercizio del recesso ("in quanto esprime ciò a cui l'azionista che recede rinuncia"). L'utilizzo del valore intrinseco ai fini del recesso è teso ad evitare trasferimenti di ricchezza tra i soci.

Il valore intrinseco (o più propriamente valore economico del capitale nel caso delle aziende) esprime l'apprezzamento che un "qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi".

⁵ Lo scrivente riterrebbe più appropriato il termine "società" nel caso di specie.

⁶ Si ritiene in verità abbastanza infrequente il caso in cui il pacchetto azionario oggetto di recesso sia di maggioranza, soprattutto nei casi in cui il diritto di recesso derivi da una delibera societaria.

⁷ Giova comunque rilevare che recente giurisprudenza ha negato l'applicazione dello sconto di minoranza.

⁸ I Piv citano "ad esempio gli sconti sul Nav (Net asset value) nel caso di società finanziarie di partecipazione o delle società immobiliari, gli sconti per la dipendenza da persone chiave (key person discount), gli holding discount, ed eventualmente, nei casi di business che assorbono cassa e richiedono futuri finanziamenti, gli sconti per mancanza di liquidabilità".

⁹ Oltre al valore intrinseco (configurazione specificatamente riferita al valore dell'azienda), il Principio I.6.2. identifica le seguenti configurazioni di valore:

- valore di mercato;
- valore di investimento;
- valore negoziale equitativo;
- valore convenzionale;
- valore di smobilizzo.

Il valore intrinseco è frutto dell'analisi fondamentale, poiché richiede la stima dei benefici economici (flussi di risultati e consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato. In un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa (cioè efficiente in senso fondamentale), il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato. In ogni caso il valore intrinseco è funzione dei benefici economici attesi e quindi non rappresenta un valore di scambio, né il prezzo al quale l'azionista che recede potrebbe vendere la propria partecipazione¹⁰.

Il valore intrinseco deve esprimere il valore in atto e non il valore potenziale dell'azienda¹¹. Secondo la definizione dei Piv, il valore deve riferirsi all'impresa nelle condizioni operative esistenti al momento in cui è scattato il presupposto per il recesso ("as is") e non deve riflettere alcun beneficio futuro derivante dalle decisioni che hanno fatto sorgere il diritto al recesso medesimo. Tale valore è funzione della redditività del capitale investito attuale e delle opportunità di investimento future a disposizione dell'attuale proprietà e dell'attuale *management* (opportunità per altro nelle quali la società si è già impegnata, non semplici potenzialità future).

Sulla base di tale assunto la valutazione considera in capo ai soci che rimangono tutti i benefici (o malefici) futuri derivanti dall'operazione che ha legittimato il recesso.

Al di là di quanto raccomandato dai Piv, lo scrivente ravvisa difficoltà operative per l'esperto nel caso in cui l'operazione che ha dato corso al recesso possa modificare in misura significativa i benefici futuri attesi dalla società. In tal caso, basando la valutazione su proiezioni future, è necessario richiedere al *management* la redazione di un apposito piano economico finanziario illustrante la situazione "as is" da utilizzarsi unicamente ai fini della valutazione del valore di recesso.

Il valore intrinseco deve riflettere la struttura finanziaria esistente dell'azienda, e, secondo i Piv, può essere stimato con tutte e tre le metodiche di valore (del reddito, del mercato e del costo) descritte nel *conceptual framework*.

Nel caso di recesso il contesto italiano tradizionalmente fa riferimento alle metodiche di valutazioni di tipo patrimoniale o miste patrimoniali/reddituali e non v'è dubbio che la dottrina e la giurisprudenza sono orientate in tale direzione. Ciò si basa anche sulla diretta interpretazione letterale della norma dell'articolo 2437-ter, 2 comma, cod. civ., per cui il valutatore nelle sue valutazioni deve tenere conto della "consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni". La dottrina in generale interpreta tale affermazione come la possibilità di valutare il patrimonio della società svincolandosi dal dato contabile, considerando la redditività della società come correttivo alla consistenza patrimoniale, mentre il valore di mercato sarebbe un dato residuale, confermato dall'aggettivo "eventuale".

Sotto questo profilo è ragionevole ritenere che il Legislatore voglia sottendere l'utilizzo del metodo di valutazione misto patrimoniale/reddituale, basato sia sulla stima del valore corrente dei singoli componenti dell'attivo e del passivo sia sulla capacità dell'azienda di generare flussi di utili. Tale metodo è stato ritenuto "condivisibile" da recente giurisprudenza (Tribunale Roma n. 21224/2015). A parere dello scrivente la possibilità offerta dai Piv di utilizzare le metodiche di valore non preclude il fatto che l'esperto incaricato della valutazione ai fini del recesso, nella scelta del metodo più idoneo debba tenere conto, come usuale in ogni valutazione, dell'attività dell'azienda da valutare, delle sue prospettive, del contesto generale, delle finalità per cui la stima è effettuata e, trattandosi di una valutazione legale, anche del disposto legislativo sulla base del quale la valutazione è richiesta. In conclusione si ritiene che le possibilità offerte dai Principi di utilizzare tutte le metodiche di valore riporti solo in evidenza che, nel rispetto delle linee guide dettate dai Principi medesimi per le valutazioni legali e specificatamente per il recesso, la scelta del metodo più idoneo rientri nelle competenze e nella sfera del giudizio professionale dell'esperto valutatore.

¹⁰ Tali assunti dei Piv dovrebbero essere coordinati in maggior dettaglio con la normativa laddove all'articolo 2437, comma 2, cod. civ., vi è l'inciso che il valore di liquidazione debba comunque tenere conto "...dell'eventuale valore di mercato delle azioni".

¹¹ Per una definizione analitica si veda Piv I.6.11.

Fusione societaria, rapporto di cambio e capitale sociale

La fusione societaria, quando non abbia luogo nella forma della incorporazione di una società interamente controllata, determina normalmente effetti sul capitale sociale della società avente causa (ossia, l'incorporante o, in caso di fusione per unione, la società che si costituisce). Spesso negli atti dell'operazione si legge che l'aumento del capitale sociale viene realizzato "al servizio della fusione", lasciando intendere con tale espressione che l'intervento sul capitale assurge a un ruolo fondamentale e forse indispensabile nell'attuazione del rapporto di cambio previsto dal progetto di fusione, al fine di consentire ai soci della incorporata (o della società fusa) di essere assegnatari della prevista porzione del capitale della società post fusione. Con riguardo a questi aspetti, si possono allora porre diverse questioni di ordine giuridico e anche pratico-professionale: l'aumento del capitale sociale può dirsi il solo strumento, tanto da essere imprescindibile, per realizzare i risultati del concambio di fusione? Oppure allo stesso risultato si può pervenire anche mediante altre modalità alternative? E ancora, il capitale sociale della società post fusione può essere determinato dalle parti in modo libero e senza particolari vincoli, oppure esiste una formula in base alla quale va determinato l'ammontare del capitale della società risultante dalla fusione?

Fusione societaria e interventi sul capitale sociale

Secondo l'orientamento dottrinale e giurisprudenziale¹ ormai prevalente, la fusione societaria viene giuridicamente inquadrata non più come un fenomeno di natura successoria – in cui l'incorporante (o la società risultante dalla fusione) succede a titolo universale alla incorporata (o alla società fusa) – bensì come una vicenda meramente modificativa ed evolutiva dell'assetto societario ed organizzativo delle imprese partecipanti. Quindi, con la fusione non si determinerebbe l'estinzione della società avente causa (incorporata o fusa), né corrispondentemente si determinerebbe la costituzione di un nuovo soggetto, bensì si realizzerebbe un'integrazione funzionale, in termini quindi evolutivi, delle organizzazioni delle imprese che vi partecipano. In questa prospettiva, la fusione diventa allora un fenomeno modificativo dell'organizzazione aziendale, diretto a perseguire obiettivi di efficienza dell'impresa, di miglioramento dei processi e in ultima analisi di accrescimento delle *performance*; non più un fenomeno successorio, e neppure un evento che determina modifiche all'atto costitutivo delle società che vi partecipano.

Sotto il profilo strettamente contabile, la fusione determina come noto l'unificazione patrimoniale delle imprese partecipanti, secondo l'impostazione prescritta dalla disciplina italiana² informata al principio della continuità dei valori contabili; si determina quindi, anche sotto questo aspetto, l'integrazione degli elementi attivi e passivi delle società che prendono parte all'operazione.

Il capitale sociale della società incorporante (o risultante dalla fusione), ogni qualvolta l'operazione presenta un rapporto di cambio, in quanto la società incorporata (o fusa) ha una compagine sociale diversamente rappresentata rispetto a quella della società avente causa, si presenta come lo strumento tipicamente utilizzato per dare attuazione all'effetto partecipativo della fusione: ossia, consentire ai soci della società incorporata di trovarsi a partecipare al capitale sociale della incorporante - *post* fusione – nella misura stabilita dal rapporto di cambio previsto nel Progetto di fusione. Infatti, è assai frequente nella prassi professionale pensare all'aumento del capitale sociale della società incorporante come allo strumento tipico, e forse anche indispensabile, per assegnare ai soci della incorporata le quote o le azioni tali da consentire di dare attuazione al concambio, sì da divenire soci/azionisti della incorporante nella misura prevista dal rapporto di cambio.

¹ Si veda: Cass., SS.UU., sentenza n. 19698/2010.

² Documento Oic 4.

Sovente nei documenti delle operazioni di fusione si legge di aumenti di capitale effettuati "al servizio della fusione" oppure "al servizio del rapporto di cambio". In dottrina³, ci si è al riguardo interrogati su quale natura abbia l'aumento del capitale sociale realizzato in questa peculiare circostanza. Non si tratta, infatti, per via dell'inquadramento giuridico della fusione come sopra esposto, di una vicenda derivante da nuovi conferimenti, così che tale aumento di capitale non può essere ricondotto alla tipica fattispecie degli aumenti a pagamento.

Già da questa affermazione discendono alcune conseguenze interessanti: ad esempio, non si innescerebbe un diritto di opzione o di sottoscrizione per gli azionisti/soci della incorporante, né potrebbe ostare all'operazione il fatto che vi siano azioni non liberate o conferimenti non completati. La citata dottrina riporta quindi l'aumento del capitale effettuato "al servizio della fusione" (o del concambio) alla figura di un elemento possibile, ma non indispensabile, dell'operazione di fusione; ciò in quanto la redistribuzione del capitale sociale disponibile fra i soci esistenti *post* fusione sarebbe un effetto diretto della stessa integrazione patrimoniale che avviene per mezzo della fusione. L'aumento del capitale sociale sarebbe invece solo uno fra gli strumenti utilizzabili per dare attuazione a tale effetto.

Quindi, secondo questa ricostruzione, si tratterebbe di un aumento di capitale avente natura gratuita, effettuato mediante il passaggio di riserve (vuoi della incorporante o vuoi della incorporata) per giungere alla redistribuzione ai soci *post* fusione, ciascuno secondo le prescritte proporzioni.

Esiste un limite al capitale sociale *post* fusione?

L'orientamento prevalente⁴ è nel senso di riconoscere una libertà delle parti nella determinazione del capitale sociale della società risultante dalla fusione. Tale approccio, infatti, risulta coerente con il suddetto inquadramento giuridico dell'operazione, in termini di vicenda evolutiva dell'assetto organizzativo dell'impresa.

Anche secondo l'orientamento fatto proprio dal Notariato del Triveneto, il capitale sociale della società risultante dalla fusione non dovrebbe necessariamente corrispondere alla somma dei capitali sociali delle società partecipanti.

Sarebbe solamente esclusa la possibilità di prevedere, nell'ambito della fusione, una riduzione volontaria del capitale sociale della società avente causa, a meno di non ottemperare alla procedura prevista dalla legge per l'effettuazione di una riduzione reale del capitale sociale. Di diverso avviso è il Notariato di Firenze, Pistoia e Prato, a parere del quale l'unico limite minimo alla misura del capitale sociale *post* fusione della società incorporante (o risultante dalla fusione) sarebbe quello previsto dalla norma del codice civile per ciascun tipo di società; perciò, secondo questa impostazione, sarebbe possibile stabilire un capitale sociale *post* fusione inferiore a quello preesistente in capo alla incorporante, anche senza l'obbligo di ottemperare alle procedure previste per il caso della riduzione reale del capitale sociale.

Può perciò ragionevolmente accadere che il capitale sociale della società *post* fusione sia determinato in misura inferiore a quello dato dalla somma dei capitali sociali delle società preesistenti, determinando così per la differenza l'iscrizione di riserve disponibili.

Esiste peraltro un limite massimo al capitale sociale della società *post* fusione: tale ammontare è dato infatti dalla somma dei patrimoni netti contabili delle società partecipanti, anche in forza del sopra citato principio di continuità dei valori contabili prescritto nella disciplina civilistica dell'operazione.

Tale limite massimo può essere superato, ma solamente se si ha un'adeguata copertura in una relazione giurata di stima di un esperto nominato ai sensi dell'articolo 2343, cod. civ. (per le Spa) e dell'articolo 2465, cod. civ. (per le Srl).

Nulla osta al fatto che nell'ambito della fusione possa essere previsto un ulteriore aumento a pagamento del capitale sociale della società avente causa. Tuttavia, anche se deliberata nella stessa

³ Si veda una disamina completa in S. Santangelo, "L'aumento di capitale nelle operazioni di fusione: elemento della fattispecie o variabile convenzionale?", par. 5.3, in Notariato n. 1/2015.

⁴ Vedi, per tutti: Orientamento Consiglio del Notariato di Firenze, Pistoia e Prato; Notariato del Triveneto Massima n. L.A.31.

sede della fusione, si tratterebbe di una decisione del tutto autonoma, disgiunta dall'operazione di fusione, rispetto alla quale non avrebbe alcuna connessione funzionale.

A questo riguardo, il Notariato del Triveneto⁵ ha osservato che quando la fusione si attua mediante la costituzione di una nuova società – come è il caso della c.d. fusione per unione – non sarebbe legittimo prevedere che a detta nuova società possano partecipare ulteriori soci, rispetto a quelli delle società coinvolte nell'operazione, i quali entrino così a far parte della compagine sociale della società al momento stesso della sua costituzione, intervenendo al relativo atto. Tale situazione, infatti, striderebbe con la natura essenzialmente riorganizzativa dell'operazione di fusione, di cui si è sopra già ampiamente detto.

Secondo questa visione, infatti, la presenza di altri e nuovi soci al momento della stipula dell'atto di fusione, non sarebbe conciliabile con lo schema negoziale e giuridico della fusione stessa. I nuovi soci potranno quindi entrare nella società che si costituisce per effetto della fusione mediante una successiva delibera di aumento del capitale sociale, oppure con altre modalità che tuttavia non li rendano partecipi della operazione di fusione. In ultima analisi, sarà possibile deliberare l'approvazione del progetto di fusione prevedendo già l'ingresso di nuovi soci nelle società preesistenti, e quindi anche nella società che sarà costituita per effetto della fusione, esattamente un istante prima della stipula dell'atto di fusione.

Modalità alternative per l'assegnazione ai soci delle partecipazioni al capitale della società *post* fusione

Abbiamo visto come, tradizionalmente, la modalità di assegnazione ai soci della società incorporata (o fusa) della partecipazione al capitale sociale della società risultante dalla fusione sia costituita dall'aumento del capitale sociale di detta società, mediante l'emissione di nuove azioni da assegnare ai soci della incorporata, o mediante l'assegnazione a tali soci di nuove quote del capitale sociale (nelle Srl).

Tuttavia, sia sotto il profilo tecnico che sotto quello squisitamente giuridico, esistono altre modalità alternative, peraltro spesso assai efficaci sotto l'aspetto operativo, che possono essere previste e regolate dal Progetto di fusione per dare attuazione al rapporto di cambio e quindi consentire che la compagine della società *post* fusione sia costituita nelle proporzioni previste, anche senza ricorrere all'aumento del capitale sociale della incorporante.

Vediamo nel seguito alcune delle modalità possibili.

La redistribuzione del capitale sociale della società incorporante

Il concambio delle partecipazioni dei soci della società incorporata con quelle della società risultante dalla fusione può trovare attuazione, nei termini e nelle proporzioni previste dal rapporto di cambio, semplicemente mediante una redistribuzione del capitale sociale della società *post* fusione.

Questa tecnica, infatti, produce una riduzione delle partecipazioni in possesso dei soci della incorporante e, contemporaneamente, l'assegnazione di queste partecipazioni ai soci entranti, ovvero i soci della incorporata, nelle proporzioni previste dal rapporto di cambio contenuto nel Progetto di fusione. Per effetto di questa soluzione, il capitale sociale della società incorporante non varia, rimanendo dello stesso importo antecedente alla fusione; quindi, si perviene al risultato previsto dal rapporto di cambio, ma senza che si dia luogo a alcun aumento del capitale sociale "al servizio" della fusione.

La legittimità di questa tecnica trova la sua conferma non solo nel fatto che essa consente, come abbiamo detto, di pervenire perfettamente al risultato desiderato dalla fusione nei termini della ripartizione dei diritti amministrativi e patrimoniali dei soci, ma anche nella sua piena coerenza alla qualificazione della fusione come operazione avente natura riorganizzativa e evolutiva dell'impresa. Sotto il profilo procedurale, in presenza di una società incorporante costituita in forma di Spa, questa tecnica implica che si proceda al ritiro dei certificati azionari dei soci originari, per consentire

⁵ Massima L.A.30.

il relativo annullamento e la loro nuova emissione da parte della società incorporante secondo le proporzioni e le intestazioni prescritte dal rapporto di cambio; naturalmente, sempre che non vi siano già tagli di certificati azionari perfettamente rispondenti alle esigenze poste dal rapporto di cambio, nel qual caso questa attività sarà limitata ai soli certificati rappresentativi delle azioni da assegnare ai soci della incorporata.

Nel progetto di fusione, questa soluzione tecnica può essere regolata mediante l'inserimento di un'apposita prescrizione. Se ne veda nel seguito una esemplificazione.

Esempio

Esempio di clausola del Progetto di fusione che prevede l'attuazione del rapporto di cambio mediante la redistribuzione del capitale della incorporante.

Si premette che per esigenze di semplificazione e di riduzione dei costi amministrativi della Fusione, è stato convenuto che il capitale sociale complessivo della Incorporante (pari a euro) non subisca alcuna variazione al servizio della Fusione; non si darà pertanto luogo ad alcun aumento del capitale sociale della Incorporante, e il patrimonio netto dell'Incorporata sarà interamente imputato a una riserva iscritta nel patrimonio della Incorporante.

L'assegnazione delle quote di partecipazione al capitale sociale (invariato) dell'Incorporante in favore dei Soci della Incorporata, al servizio del concambio, avverrà mediante la redistribuzione delle quote di partecipazione dei Soci di Srl, in favore dei Soci della Incorporata che ne avranno titolo alla data di efficacia della Fusione e secondo il rapporto di cambio come di seguito determinato. Il capitale sociale dell'Incorporata (pari a euro) darà diritto a una quota di partecipazione al capitale sociale della Incorporante del complessivo valore nominale di euro in ragione di un rapporto di cambio pari

Nei termini sopra descritti, il capitale sociale dell'Incorporante verrà quindi parzialmente assegnato al servizio della Fusione ai Soci della Incorporata, e in particolare a coloro che ne avranno titolo e nelle proporzioni che saranno in essere alla data di efficacia della Fusione, anche in ragione delle operazioni di trasferimento di quote societarie che potranno essere medio tempore eseguite.

Non si darà luogo a alcun conguaglio in denaro.

L'utilizzo delle azioni prive del valore nominale

Abbiamo visto che una delle possibili inefficienze operative della tecnica di attuazione del concambio mediante la redistribuzione delle partecipazioni fra i soci è rappresentata, nelle società azionarie, dalla necessità di ritirare i certificati azionari dei soci dell'incorporante, per provvedere al loro annullamento e alla loro nuova emissione nelle proporzioni previste dal concambio.

Questo inconveniente può essere superato ricorrendo alla emissione di azioni prive del valore nominale, secondo quanto consentito dall'articolo 2346, comma 2 e 3, cod. civ.. Va osservato che questa soluzione è aperta non solo alle società azionarie i cui statuti già prevedono che le azioni non abbiano valore nominale espresso, bensì a essa si può accedere anche mediante una deliberazione dell'assemblea straordinaria che, in modifica dello statuto vigente, disponga appunto la soppressione del valore nominale delle azioni anche in vista dell'attuazione della fusione.

Come osservato in dottrina⁶ si ritiene più corretto parlare di azioni "senza indicazione del valore nominale", oppure di azioni "con valore nominale inespresso", piuttosto che di azioni "senza valore nominale" in quanto, anche se non indicato, il valore nominale esiste e è comunque individuabile attraverso una semplice operazione aritmetica, dividendo l'ammontare del capitale sociale per il taglio complessivo dei titoli in cui esso è suddiviso.

In questo senso depone anche la Relazione ministeriale accompagnatoria del D.Lgs. 6/2013 da cui si evince che la differenza tra azioni con e senza indicazione del valore nominale si riduce a un diverso metodo per il calcolo necessario al fine della determinazione quantitativa dei diritti dei soci.

⁶ V. Manzo, "Raggruppamento di azioni senza indicazione del valore nominale e controllo notarile", par. 1, in Notariato n. 4/2014.

Rinunciando all'indicazione del valore nominale, infatti, il valore delle azioni non viene determinato con riferimento alla frazione del capitale sociale che esse rappresentano, bensì in base al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse, così che esse non esprimono un valore assoluto ma una percentuale.

Venendo alla fusione, una volta venuto meno il valore nominale delle azioni, il rapporto di cambio previsto nel Progetto di fusione può essere quindi attuato:

- a) mediante l'emissione di nuove azioni (prive del valore nominale) da assegnare ai soci della incorporata nelle proporzioni previste dal rapporto di cambio;
- b) mantenendo inalterato il capitale sociale complessivo della incorporante; e
- c) determinando di conseguenza una proporzionale riduzione del valore delle azioni (anch'esse prive del valore nominale) già in circolazione e che permangono nella titolarità dei soci della incorporante, in ragione del fatto che a fronte di un invariato capitale sociale, aumenterà il numero delle azioni in circolazione per via di quelle nuove emesse ed assegnate ai soci dell'incorporata.

L'assegnazione di azioni proprie ai soci dell'incorporata

Un'ulteriore variante della redistribuzione delle partecipazioni della società incorporante al servizio del concambio può essere rappresentata dall'assegnazione di "azioni proprie" quando esse siano già nella disponibilità della società stessa, oppure – caso per la verità più raro – qualora esse siano parte delle attività della incorporata.

Il trasferimento oneroso delle partecipazioni ai soci dell'incorporanda

Una soluzione percorribile è anche quella di pervenire, nelle more del procedimento di fusione, e quindi prima della stipula dell'atto di fusione, a avere una suddivisione del capitale sociale della società incorporante esattamente corrispondente a quella della società incorporata.

Infatti, in questo modo si perviene a realizzare – come detto, anche un solo istante prima della stipula dell'atto di fusione – le condizioni partecipative tali da consentire l'attuazione di una "fusione semplificata" ai sensi dell'articolo 2505, cod. civ., in cui il rapporto di cambio non sussiste oppure è del tutto irrilevante.

Il caso è espressamente menzionato dalla Massima del Consiglio del Notariato di Milano n. 22 fra quelli che consentono la realizzazione della fusione semplificata in quanto si tratta della "*fusione di due (o più) società i cui soci siano i medesimi, secondo le medesime percentuali ed i medesimi diritti*".

Al riguardo, si rammenta infatti che è legittima l'assunzione di una decisione di fusione, secondo la procedura "semplificata", anche qualora il presupposto non sussista al momento dell'approvazione del progetto di fusione, né al momento della decisione di fusione; l'attuazione della fusione è infatti in tal caso subordinata a un evento futuro l'avveramento del quale può essere accertato solamente in sede di stipulazione dell'atto di fusione.

Mini-bond: una opportunità per le pmi

Fattori di natura congiunturale, strutturale e legislativa stanno rivoluzionando il contesto competitivo delle PMI, asse portante dell'economia italiana.

L'analisi del percorso normativo avviato oltre 3 anni fa sulla regolamentazione dei mini-bond, oltre ad una valutazione tecnica degli strumenti alternativi ad oggi emessi sui mercati, mostrano come molto è stato fatto ma occorre esplorare altre e nuove strade di finanziamento per la crescita.

Il commercialista può svolgere molteplici ed importanti ruoli nel processo di emissione di un mini-bond come lo è stato nel case study, qui presentato, di Moncaro.

Le pmi italiane, il credit crunch e la genesi regolamentare dei mini-bond

In Italia le pmi hanno un peso sul tessuto industriale più rilevante rispetto agli altri paesi europei in termini di contributo sia al valore aggiunto che all'occupazione come dimostrato anche dal recente report annuale curato dalla Commissione Europea¹.

L'Italia è al primo posto nell'UE per numero di pmi (99,9% del totale), quasi il doppio della Germania. L'80% delle persone occupate in Italia lavora in pmi, contro una media UE del 66%.

Uno dei temi di strategica rilevanza per le piccole e medie imprese italiane è la difficoltà di accesso al credito.

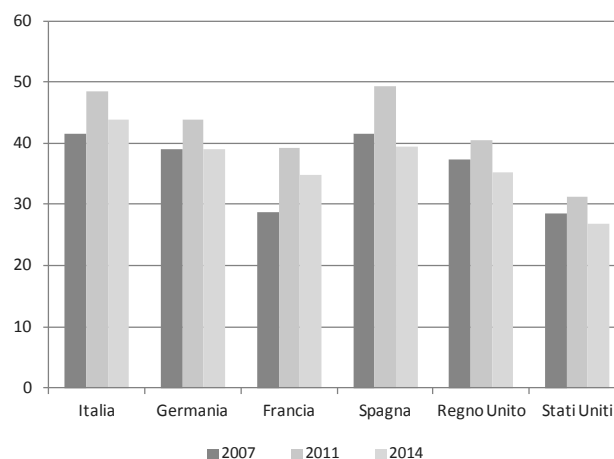
Lo sviluppo del sistema produttivo italiano nel confronto internazionale è condizionato dalla:

- sottocapitalizzazione delle imprese (legata alla dimensione, alla natura familiare ed alla bassa valorizzazione degli asset immateriali);
- alta esposizione debitoria delle pmi verso il sistema bancario. In particolare, i debiti di natura bancaria rappresentano circa il 90% delle fonti di finanziamento delle pmi. Essendo le pmi maggiormente dipendenti dal credito bancario, la contrazione del credito rappresenta una minaccia per le loro potenzialità di crescita e la loro produttività. Inoltre, l'elevato grado di *leverage* è un elemento di fragilità del sistema economico italiano perché amplifica gli effetti degli *shock* macroeconomici sui bilanci bancari e quindi sulle politiche di offerta del credito.

Occorre evidenziare come la leva finanziaria delle imprese italiane sia scesa dal picco del 48% osservato nel 2011 al 44% nel 2014, tuttavia rimane ancora su livelli decisamente elevati se confrontata con le società americane e dei principali paesi europei.

Figura 1. Leverage delle imprese (in %)

Debiti finanziari / (debiti finanziari e patrimonio netto)



Fonte: Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria n°1, 2015.

¹ Commissione Europea, Scheda Informativa SBA 2013 - Italia

Oltre a fattori di natura congiunturale (ad esempio, crisi economica e conseguente aumento delle sofferenze e la scarse prospettive di crescita a breve termine) e strutturale (come l'azione pro-ciclica di *Basilea 3*, che vincolando il credito a una maggiore patrimonializzazione delle banche lo ha reso più costoso e difficile e le prospettive per una *capital market union*), a rivoluzionare il contesto competitivo delle pmi vi sono anche aspetti di natura legislativa.

Il Governo ha introdotto negli ultimi anni una serie di misure volte a supportare ed agevolare l'accesso del pmi a fonti di finanziamento alternative al credito bancario².

Sul fronte della modernizzazione della finanza aziendale, spiccano gli interventi volti a facilitare ulteriormente l'emissione di *mini-bond* e cambiali finanziarie da parte delle pmi e a consentire l'apertura di canali di finanziamento creditizio alternativi a quelli bancari.

Occorre evidenziare come oltre al legislatore nazionale, le autorità di vigilanza ed altri organismi hanno contribuito all'identificazione di strumenti volti a rendere il sistema italiano più basato su un mercato mobiliare.

Si menzionano di seguito in ordine temporale i principali riferimenti normativi che dovrebbero avere lo scopo di "aprire" un nuovo circuito di intermediazione diretto tra risparmio ed investimento rimuovendo gli ostacoli all'accesso e alla sollecitazione al mercato dei capitali da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate anche di media e piccola dimensione:

1. tavolo di lavoro Consob e in particolare Documento di consultazione Consob del 25 luglio 2011 sui «*Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro sulla concorrenza tra sistemi di regole e vigilanza e semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano*»;
2. relazione annuale del Governatore della Banca d'Italia (giornata mondiale del risparmio, 30 Ottobre 2013);
3. governo Monti con l'introduzione dell'articolo 32 del Decreto Sviluppo³ e dell'articolo 36 del Decreto Sviluppo *Bis*⁴, che hanno rimosso i principali ostacoli di natura civilistica e fiscale che di fatto precludevano alle pmi la possibilità di emettere obbligazioni per raccogliere risorse finanziarie. Tali decreti hanno rimosso i limiti quantitativi civilistici all'emissione delle obbligazioni (pari al doppio del patrimonio netto) e previsto vantaggi fiscali a favore degli emittenti e degli investitori.
4. Borsa Italiana con il regolamento del Sistema multilaterale di negoziazione denominato *Extra-MOT* ed in particolare previsioni che disciplinano il segmento professionale del mercato (*Extra-MOT PRO*, febbraio 2013), mercato dedicato agli strumenti finanziari di debito emessi dalle pmi italiane. Lo scopo è quello di fornire un primo mercato di accesso ai capitali che non sia eccessivamente oneroso in termini informativi, di *governance* e di trasparenza per le società aderenti. La procedura di quotazione risulta essere più rapida e i costi più contenuti;
5. circolare Agenzia delle entrate n. 4/E/2013 con la quale sono state chiarite e precisate alcune novità fiscali introdotte dal Decreto Sviluppo e dal Decreto Sviluppo *Bis*:
 - il requisito della quotazione dovrebbe essere verificato al momento dell'emissione degli strumenti di debito. Eventuali *delisting* non compromettono l'applicazione del regime generale di deducibilità ex articolo 96 del Tuir;
 - nel caso di titoli non quotati, devono essere sottoscritti e circolare esclusivamente presso investitori istituzionali ex articolo 100 TUF;
 - per i titoli non quotati, l'eventuale indeducibilità degli interessi, nel caso di mancato rispetto delle condizioni, si applica solo pro quota (periodo e titoli che non rispettano i requisiti);
6. governo Letta con l'introduzione del Decreto Destinazione Italia⁵, che ha previsto all'articolo 12

² Per una disamina delle principali misure adottate dal legislatore nel 2014 e nel primo semestre del 2015 si rimanda all'allegato 1 del rapporto di monitoraggio delle iniziative e misure a favore delle Micro pmi adottate in attuazione dello *Small Business Act*. Nell'introduzione a tale rapporto, Stefano Firpo, direttore generale per la Politica Industriale, la Competitività e le Piccole e Medie imprese del Ministero dello Sviluppo Economico evidenzia come tali misure si possano ricondurre a tre leve fondamentali: "lo stimolo agli investimenti produttivi, con particolare enfasi su quelli in innovazione, ricerca e sviluppo, la modernizzazione della finanza d'impresa e il rafforzamento della proiezione internazionale del sistema produttivo."

³ D.L. 83/2012, convertito con L. 134/2012.

⁴ D.L. 179/2012, convertito con L. 221/2012.

⁵ D.L. 145/2013, convertito in L. 9/2014.

specifiche «*Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa*» tra cui:

- previsione di garanzie reali quali collaterale dei *mini-bond* anche mediante modifica del sistema fiscale di imposizione indiretta al fine di rendere più appetibile lo strumento;
 - estensione dell'applicazione della disciplina speciale in materia di cartolarizzazione dei crediti alle operazioni aventi ad oggetto le obbligazioni in modo da incentivare la creazione di nuove *SPV* operanti come sottoscrittori di *mini-bond*;
 - maggiore flessibilità agli investimenti delle compagnie di assicurazione per consentire l'investimento in *mini-bond* e/o in fondi alternativi (FIA) che investono in questa categoria di investimento;
 - possibilità che la garanzia del fondo centrale sia concessa anche in favore delle società di gestione del risparmio che, in nome e per conto di fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivano sia singoli *mini-bond* che portafogli di *mini-bond*;
7. lettera al mercato dell'IVASS per anticipare la modifica degli articoli 17 e 23 del Regolamento 36/2011 (rispettivamente per le gestioni vita e danni) con effetto per gli investimenti a copertura delle riserve tecniche a partire dal primo trimestre 2014;
8. Decreto Competitività⁶, il cui articolo 20 ha introdotto due misure volte a rendere maggiormente appetibile il mercato dei *mini-bond* per gli investitori, che consistono nella:
- disapplicazione della ritenuta del 26% agli interessi e ai proventi derivanti da *mini-bond* non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, detenuti da investitori qualificati;
 - disapplicazione della ritenuta del 26% agli interessi e ai proventi da *mini-bond* corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio e società per la cartolarizzazione dei crediti;
9. circolare Agenzia delle entrate n. 29/E/2014 che ha precisato come gli oneri di emissione (ad esempio, le commissioni per la banca, le commissioni per le società che emettono il rating sull'emittente, le commissioni di collocamento, i compensi per le prestazioni professionali e le altre spese legate all'emissione) possano essere dedotti della società emittente in base al principio di cassa;
10. Governo Renzi con l'introduzione del comma 209 della Legge di Stabilità 2015 che consente all'ISMEA (Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare) di concedere garanzie anche a fronte di *mini-bond* emessi dalle imprese operanti nel settore agricolo, agroalimentare e della pesca.⁶

Il Legislatore italiano ha scelto di riservare la sottoscrizione di questi strumenti esclusivamente agli investitori istituzionali. Ad oggi, il *fondo chiuso dedicato* è lo strumento di investimento principale nella sottoscrizione delle emissioni obbligazionarie delle PMI. Il fondo si rivolge agli investitori istituzionali e professionali, effettua la raccolta e quindi esamina possibili emissioni da sottoscrivere. A gennaio 2015, i fondi di *private debt* specializzati risultavano essere 29, con una raccolta target complessiva che si aggirava intorno ai 5,2 miliardi di Euro⁷. Tra gli investitori istituzionali che stanno manifestando maggiore interesse a sottoscrivere questi fondi troviamo, *in primis*, le banche con una quota del 32%. Al secondo posto, gli enti pubblici con il 19% e al terzo le assicurazioni con il 16,7%. Infine, i fondi pensione, le Casse di previdenza e le fondazioni rappresentano una quota del 16,8%⁸.

Nel confronto europeo, paesi quali la Norvegia, la Germania, la Francia e l'Inghilterra hanno deciso di aprire la porte del mercato dei *mini-bond* anche al *retail*. Altri Paesi, come la Spagna, hanno invece seguito la strada dell'Italia riservando agli investitori professionali la possibilità di sottoscrivere questi strumenti.

Di seguito si riporta una tabella riepilogativa di confronto tra i principali mercati obbligazionari dedicati a livello europeo.

⁶ D.L. 91/2014, convertito con L. 116/2014.

⁷ Vedi: 1° Report Italiano sui *mini-bond*, febbraio 2015, Politecnico di Milano

⁸ Vedi: *Private debt*, il mercato continua a crescere: altri 200 milioni pronti ad essere impiegati, luglio 2015, Mondo Alternative

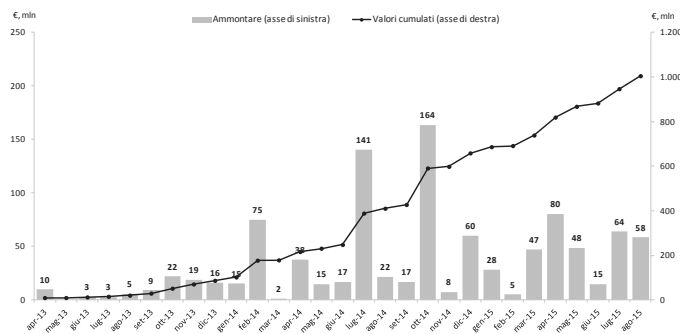
Tabella 1. I mercati dedicati ai mini-bond in Europa

Paese	Segmenti dedicati	Apertura mercato	Investitori
Francia	Alternext ed Euronext (segmenti B e C)	2012	Istituzionali e retail
Germania	Bondm	2010	Istituzionali e retail
Italia	ExtraMot Pro	2013	Istituzionali
Norvegia	Nordic ABM Retail e Nordic ABM Professional	2005	Istituzionali e retail
Regno Unito	ORB (Order book for Retail Bonds)	2010	Istituzionali e retail
Spagna	Marf (Mercado Alternativo de Renta Fija)	2013	Istituzionali

Lo stato attuale del mercato dei mini-bond

Dalla nascita del segmento *ExtraMot Pro* ad oggi, sono state effettuate 101 emissioni di ammontare inferiore ai 50 milioni di Euro, di cui 85 *mini-bond* e 16 cambiali finanziarie. Gli emittenti hanno raccolto in totale un miliardo di euro circa. Inizialmente questo mercato ha fatto fatica ad affermarsi, scontando una sorta di "effetto novità" nel 2013, ma già a partire dalla seconda metà del 2014 si è assistito ad un'inversione di tendenza, con un considerevole aumento del numero di emissioni (85 tra il 2014 e il 2015).

Figura 2. Emissioni mensili di *mini-bond* e Cambiali finanziarie (< o = € 50 mln)



Mediamente, l'ammontare dei titoli collocati è pari a circa 9 milioni di euro, con una cedola del 5,8% e una scadenza a 4,4 anni.

Le aziende che hanno fatto ricorso a questi strumenti sono per lo più localizzate nel Nord Italia (circa il 76%), in particolare nel Nord-Ovest. I settori di attività sono molto variegati, dall'automazione industriale all'alimentare, dall'energetico alla moda.

Tale diversificazione settoriale risulta essere una caratteristica differenziante del mercato italiano rispetto ad altri mercati come quello inglese, tedesco e norvegese. Nei primi due infatti la maggioranza delle aziende emittenti operano nel settore delle energie rinnovabili, mentre in Norvegia troviamo principalmente aziende appartenenti al settore finanziario e legato all'estrazione del petrolio.

Figura 3. Distribuzione geografica delle società emittenti

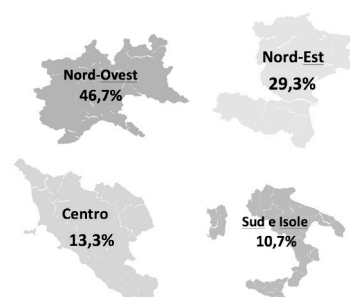
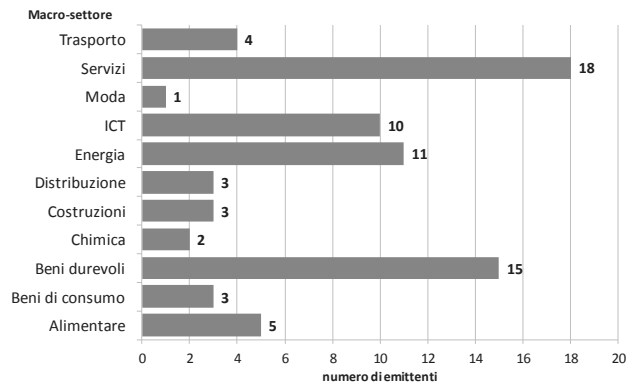


Figura 4. Distribuzione delle società emittenti per macro-settore



Dal punto di vista dimensionale, gli emittenti registrano un fatturato medio pari a circa 120 milioni di euro e più del 60% ha un numero di dipendenti superiore a 100 (si veda la figura 6).

Se si considerano le sole società che hanno emesso nel 2015, esse risultano di dimensione mediamente superiore rispetto al campione, sia in termini di fatturato che di numero di dipendenti con valori medi che salgono a circa 130 milioni di euro di fatturato e 570 dipendenti.

È interessante notare che le società che realizzano oltre il 50% dei loro ricavi all'estero hanno conseguito un risparmio sul costo del mini-bond, in termini di cedola media, pari a circa 60 bps rispetto alle altre società (5,7% di cedola media contro il 6,3%), ad indicare che il mercato tende a premiare le società che risultano essere più internazionalizzate.

Figura 5. Ripartizione per fatturato delle società emittenti (valori in milioni)

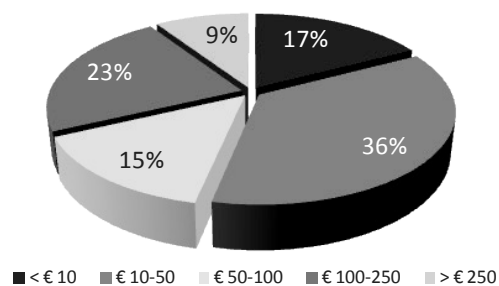
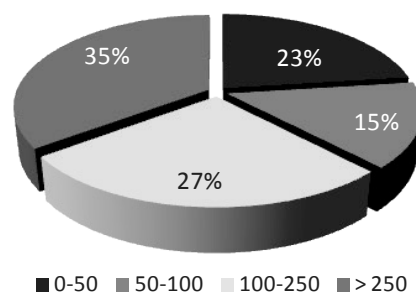


Figura 6. Ripartizione per n° di dipendenti delle società emittenti



Le società emittenti presentano un EBITDA medio pari a circa 11 milioni di euro e, in generale, una buona marginalità operativa. Infatti, l'83% delle società registra un EBITDA *margin* superiore al 5% (si veda la figura 7) e in media pari all'10%. Altro dato degno di nota è che le società con una marginalità operativa inferiore al 5%, hanno ottenuto una cedola mediamente più alta di circa 63

bps rispetto al resto del campione.

Analizzando il grado di leva finanziaria (calcolato come PFN/EBITDA), si osserva che il 56% delle società ha un rapporto maggiore di 3x (si veda la figura 8), con una media del campione pari a 4,9x.

Figura 7. Cluster per EBITDA margini delle società emittenti

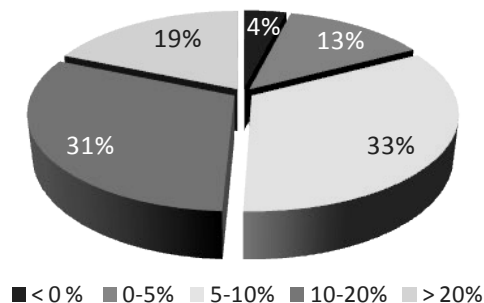
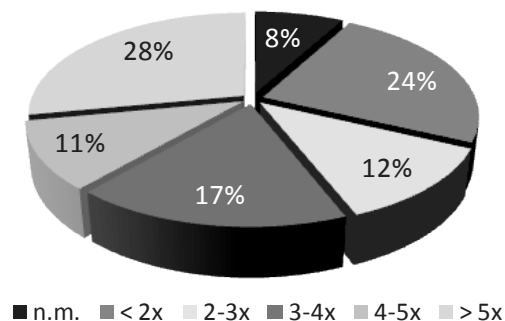


Figura 8. Cluster per PFN/EBITDA delle società emittenti



Lo studio ha infine esaminato, per le sole emissioni di *mini-bond*, la presenza di eventuali parametri finanziari (c.d. *covenants* finanziari) all'interno degli impegni assunti dall'emittente.

Dall'analisi dei documenti d'ammissione a quotazione degli 86 *mini-bond* emessi fino ad agosto 2015, emerge che nel 59% dei casi i titoli prevedono almeno un *covenant* finanziario. Si osserva inoltre che la tendenza ad utilizzare *covenant* a tutela dei sottoscrittori è andata crescendo nel tempo: mentre nel 2013 solo il 14,3% delle emissioni prevedeva l'utilizzo di parametri finanziari, nel 2014 erano il 57,1 % e nel 2015 l'83,3% delle emissioni hanno almeno un *covenant*.

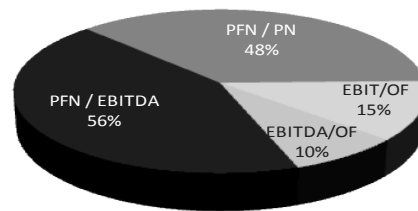
Tabella 2. Evoluzione nell'utilizzo dei *covenant* finanziari

	2013	2014	2015	Totale
N. di minibond emessi	14	42	30	86
N. di minibond con almeno 1 covenant	2	24	25	51
	14,3%	57,1%	83,3%	59,3%

Le tipologie di *covenant* finanziari utilizzati sono pressoché le medesime. In particolare, il parametro maggiormente utilizzato è il rapporto tra l'indebitamento finanziario netto e l'EBITDA, presente in 48 emissioni su 86.

Altro parametro molto usato è il rapporto tra l'indebitamento finanziario netto ed il patrimonio netto (c.d. *leverage ratio*) adoperato in 41 emissioni. Segue poi l'*interest coverage ratio*, quest'ultimo calcolato in termini di EBIT o EBITDA sugli oneri finanziari netti, utilizzato complessivamente in 22 emissioni.

Figura 9. I *covenant* finanziari maggiormente utilizzati



Nella tabella che segue sono riportate alcune statistiche sui *covenant* finanziari. Come si vede, il valore medio di indebitamento finanziario massimo concesso agli emittenti è pari a 4,3 volte l'EBITDA, mentre è pari a 2,1 volte il patrimonio netto (PN).

Tabella 3. Statistiche relative ai principali *covenant* finanziari

	PFN / EBITDA	PFN / PN	EBIT / OF	EBITDA / OF
Utilizzo (n°)	48	41	13	9
Media	4,3x	2,1x	3,1x	4,5x
Mediana	4,0x	2,0x	3,0x	4,0x
Max	8,0x	12,0x	5,0x	8,0x
Min	2,0x	0,9x	1,4x	1,5x

In conclusione, l'analisi dei dati relativi alle caratteristiche delle società emittenti mostra che le pmi hanno finora giocato un ruolo secondario all'interno di questo nuovo mercato. Ad agosto 2015, le società ad aver emesso un *mini-bond* che possono realmente definirsi piccole o medie imprese secondo la definizione dell'Unione Europea, sono meno della metà: 36 su 75.

Una delle ragioni delle difficoltà che le imprese dimensionalmente più piccole riscontrano (ad esempio con fatturato inferiore a 10 milioni di euro) nell'affacciarsi a questo mercato è legato agli ammontari minimi di emissione: seppure non sono previsti limiti specifici obbligatori sulla "taglia" dei bond di pmi, la tendenza del mercato (legata anche agli oneri di emissione) è quella di puntare su operazioni con un *range* compreso tra 5 e 25 milioni di euro. Il taglio minimo delle emissioni finora effettuate è pari a 1 milione di euro e si sono registrate una ventina circa di operazioni di ammontare tra i 2 ed i 3 milioni di euro.

È altresì vero che la tendenza dell'ultimo anno mostra come il mercato dei *mini-bond* sia in una fase di crescita. Solo nello scorso mese di agosto, periodo di relativa inattività per il mercato dei capitali, si sono registrate ben 4 emissioni per un ammontare complessivo pari a 58 milioni di euro. Occorre però continuare nel percorso intrapreso e rilanciare il modello italiano di intermediazione e finanziamento delle piccole e medie imprese al di fuori del canale bancario, essendo il peso di quest'ultimo destinato a ridursi in futuro, sia per effetto di *Basilea III* che per un necessario processo di razionalizzazione delle fonti di finanziamento delle imprese.

A questo scopo, sarebbe senz'altro utile creare nuovi veicoli di investimento e agevolare operazioni di cartolarizzazione di finanziamenti di pmi, al fine di facilitare l'aggregazione di operazioni di dimensioni inferiori. Un ruolo importante in questo senso potrebbe essere svolto da istituzioni quali i fondi pensione e le assicurazioni, grazie all'elevato potenziale di investimento.

Perché un crescente numero di pmi sceglie il *mini-bond*?

Come evidenziano i dati precedenti, sta crescendo l'interesse verso i *mini-bond* e un numero sempre maggiore di imprese ha emesso *mini-bond* o sta pianificando di farlo.

I motivi alla base di una tale scelta sono molteplici:

1. l'emissione obbligazionaria rappresenta per le pmi un canale di finanziamento nuovo e, soprattutto, alternativo a quello bancario;
2. il *mini-bond* non comporta una diluizione del capitale sociale o l'intromissione di soggetti esterni nella *governance* societaria;
3. i *mini-bond*, potendo essere emessi solamente con scadenza medio-lunga (oltre i 36 mesi), consentono un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento delle imprese. Tale allungamento può di conseguenza generare una maggiore coerenza tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo, con un generale miglioramento degli indici di bilancio che misurano la coerenza tra la liquidità degli investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento;
4. il miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari d'impresa potrebbe successivamente portare a più favorevoli valutazioni del merito creditizio aziendale da parte del sistema bancario;
5. la flessibilità finanziaria dello strumento che può derivare ad esempio da un'emissione che preveda il rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza (cd. rimborso *bullet*);
6. non c'è segnalazione di tali strumenti nella centrale dei rischi⁹;
7. le attuali condizioni del mercato dei capitali (con tassi d'interesse ai minimi storici) permettono di strutturare un'emissione obbligazionaria a condizioni favorevoli in termini di cedola riconosciuta agli investitori.

Aspetti secondari che non vanno però sottovalutati sono i cosiddetti benefici indiretti, ossia tutti quei potenziali vantaggi associati alla quotazione di un titolo in Borsa e al processo che porta alla quotazione. Infatti, attraverso la quotazione del *mini-bond* su un mercato regolamentato come *Extramot PRO*, l'impresa aumenta la propria visibilità pubblica, si interfaccia con una platea di soggetti attivi sul mercato dei capitali e crea una prima base di investitori per eventuali successive operazioni sui mercati (come nuove emissioni, IPOs, etc.).

Inoltre, il processo di quotazione richiede alla società una serie di adempimenti in termini, ad esempio, di trasparenza, *corporate governance* e controllo di gestione, che in genere hanno ripercussioni positive sull'organizzazione e sulla gestione societaria, oltre che nel medio-lungo periodo sulle *performance* aziendali. Da questo punto di vista, l'emissione di un *mini-bond* rappresenta per la società un'opportunità che va al di là della semplice raccolta di capitali finanziari.

Il processo di emissione di un *mini-bond* ed il ruolo del professionista

L'emissione di un *mini-bond* rientra tra le operazioni di finanza straordinaria, ovvero di un'operazione societaria che implica il ricorso a forme di finanziamento diverse da quelle ordinariamente utilizzate.

In queste operazioni straordinarie che richiedono competenze specialistiche, la società è spesso affiancata da un *advisor* che affianca l'emittente nei diversi passaggi necessari per giungere all'emissione del *mini-bond* garantendo, al contempo, il coordinamento dei soggetti coinvolti nel processo di emissione (*arranger*, agenzia di *rating*, Borsa Italiana, consulenti legali e altri eventuali consulenti). L'*advisor* svolge quindi un triplice ruolo di valutatore preliminare dell'emittente, di organizzatore dell'operazione e di supervisione dell'attività di redazione dei documenti necessari.

Tutto inizia con l'impresa interessata che si rivolge ad un *advisor* per valutare una possibile emissione. In questa fase propedeutica, l'*advisor* ha il compito di valutare la fattibilità economica dell'operazione supportando il *management* nella definizione della migliore struttura e dimensione del collocamento e, soprattutto, ha il compito di sondare l'interesse del mercato (in gergo *pilot fishing* di potenziali investitori selezionati) a sottoscrivere l'ammontare oggetto di collocamento.

Individuati i potenziali investitori interessati ad approfondire il *dossier* (è frequente la firma di una lettera di intenti che vincola le controparti ad un periodo di esclusiva), si entra nella c.d. fase di *structuring* che spesso comporta una vera e propria *due diligence* sulla società (richiesta dagli

⁹ Il sistema informativo gestito dalla Banca d'Italia che monitora la situazione debitoria di privati e imprese nei confronti delle banche e delle società finanziarie.

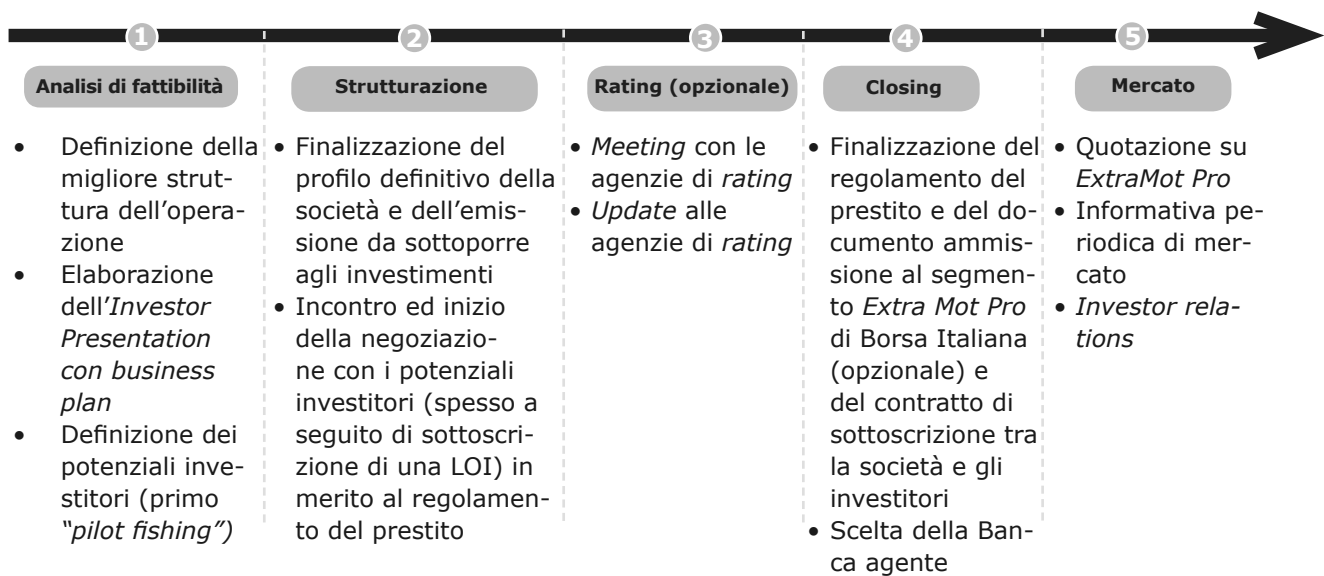
investitori), finalizzata ad identificare tutte le eventuali criticità economiche, legali e fiscali dell'emittente.

In questa fase viene prodotta tutta la documentazione finanziaria e legale necessaria all'emissione e i soggetti coinvolti sono in genere le società di revisione, i consulenti legali ed eventualmente le società di *rating*.

In molti casi gli investitori richiedono alla società l'assegnazione di un *rating* da parte di agenzie riconosciute dall'ESMA¹⁰.

Il *rating*, definendo il grado di solvibilità dell'impresa, concorrerà a definire i termini dell'emissione. Seguirà la fase negoziale vera e propria con una serie di incontri tra la società, supportata dagli *advisor*, e i potenziali investitori allo scopo di concordare la struttura e le condizioni del collocamento. L'impresa può infine decidere di collocare i propri titoli presso il segmento professionale del mercato *ExtraMOT (ExtraMOT PRO)* di borsa italiana.

Figura 7. Il processo di emissione di un *mini-bond*



Descritto in sintesi il processo di emissione, merita un approfondimento il potenziale ruolo che può avere il professionista che affianca l'impresa ed in particolare il commercialista.

Le esperienze dei *mini-bond* ad oggi emessi evidenziano distinti ruoli per tale figura:

- commercialista – informatore: in questo caso il professionista si limita a fornire all'imprenditore maggiori dettagli dal punto di vista tecnico, legale e fiscale sull'opportunità di tale strumento. Può inoltre svolgere un'attività di pre-analisi volta a verificare la sussistenza dei parametri di base previsti dalla normativa;
- commercialista – supporter: il professionista svolge un ruolo di affiancamento dell'*advisor* finanziario specializzato grazie alla sua conoscenza approfondita e storica dell'emittente. In questo caso il commercialista può aiutare l'impresa nella predisposizione del *business plan* e affiancare l'imprenditore negli incontri con tutte le controparti coinvolte nell'operazione;
- commercialista – *advisor* finanziario: nelle realtà professionali più organizzate e specializzate il commercialista può assumere il ruolo di vero e proprio *advisor* finanziario. Date le competenze specialistiche, la mole di lavoro richiesta e la necessaria conoscenza dei mercati finanziari, dei loro operatori e delle loro dinamiche i casi in cui il commercialista agisce in qualità di *advisor* finanziario sono piuttosto rari.

Occorre tuttavia evidenziare che il ruolo del commercialista ed in particolare degli ordini professionali può e dovrebbe essere *in primis* quello relativo alla formazione ed alla divulgazione di queste

¹⁰ L'autorità europea che ha la responsabilità della registrazione e supervisione delle agenzie di *rating*.

ed altre opportunità che stanno rivoluzionando il contesto competitivo in cui operano le pmi italiane: il professionista può quindi rappresentare un valido *trait d'union* tra le imprese e la comunità finanziaria.

Il Case study di Moncaro: 1° mini-bond quotato del settore vitivinicolo, 1° mini-bond nella Regione Marche, 1° mini-bond con la previsione della Garanzia ISMEA

Si presenta infine un caso concreto di recente emissione di un *mini-bond* che in termini di struttura dello strumento stesso, tempistiche del processo di emissione e caratteristiche quantitative e qualitative della società emittente presenta innumerevoli spunti d'interesse.

La storia

- Terre Cortesi Moncaro Soc. Coop. Agr. è una cantina vitivinicola, fondata nel 1964 a Montecarotto, in provincia di Ancona, da un gruppo di agricoltori. Nel 1970 inizia la costruzione della cantina di Montecarotto e l'anno successivo si ha la prima vendemmia. Solo nel 1987 l'azienda ed anche i suoi vini prendono il nome *Moncaro* (contrazione del nome Montecarotto), segno anche di una importante svolta qualitativa. Nel 1988 si registra infatti la prima annata di produzione del Verdicchio classico superiore "*Verde Ca' Ruptae*", vino simbolo della cantina. Nel 1995 e 1999 vengono acquisite rispettivamente le cantine del Conero e di Acquaviva Picena. La cooperativa associa oltre 800 produttori per una superficie coltivata di oltre 1.300 ettari ubicati nelle tre più importanti aree viticole della Regione Marche. Moncaro è oggi la principale cantina delle Marche, tra i primi 50 produttori italiani a livello di fatturato e leader di mercato nella produzione di Verdicchio, Rosso Conero e Rosso Piceno. Commercializza i propri prodotti in Italia e all'estero, dove si concentra la maggior parte del fatturato (oltre il 50%).



Moncaro Verdicchio dei Castelli di Jesi Classico 2011, Marche (Italy)

£5.29, Waitrose

A lovely white wine to stock up on for the festive season. Bright, pure and full of refreshing upbeat flavours, it's a snappy bottle at a decent price.

L'operazione

- La società nel corso del 2014 ha approvato un piano strategico in cui si definiscono i seguenti obiettivi principali:
 - consolidamento del proprio posizionamento competitivo;
 - incremento dei volumi di vendita;
 - sviluppo di nuovi mercati;
 - internazionalizzazione.

Le leve di sviluppo mediante le quali raggiungere tali obiettivi sono state individuate principalmente in azioni di *marketing* mirate e in un progetto di internazionalizzazione che prevede l'apertura di tre nuove *branch* commerciali in USA, Germania e Brasile.

Al fine di supportare gli investimenti necessari per la crescita mediante fonti di finanziamento in linea la strategia aziendale di medio-lungo termine, la società ha deciso di ricorrere all'emissione di un prestito obbligazionario.

Le tempistiche

- Nel mese di febbraio 2015 vi è il primo incontro tra Moncaro e l'*advisor* finanziario. In tale fase l'*advisor* riceve dalla società tutte le informazioni utili per la valutazione di fattibilità ed *inter alia* relative ai bilanci pregressi, ai dati sul mercato di riferimento in cui l'azienda opera ed i princi-

- pali competitors, all'andamentale relativo alla centrale rischi ed il *business plan*;
- nella terza settimana di febbraio, l'*advisor* finanziario ottiene un primo *feedback* positivo dal *Fondo Progetto Italia*, il fondo chiuso di *Pioneer Investments* specializzato in investimenti in titoli obbligazionari di Pmi, sulla base di un c.d. "*company teaser*", documento di sintesi contenente la descrizione qualitativa della società, i principali dati economico-patrimoniali degli ultimi 3 anni e le finalità della potenziale emissione;
 - nell'ultima settimana di febbraio vi è la visita alla sede e stabilimento produttivo di Moncaro da parte dell'*advisor* finanziario e del Fondo. Durante tale incontro si approfondiscono in particolare:
 - il percorso strategico di crescita seguito e iniziative previste per realizzare i propri progetti di sviluppo;
 - la struttura societaria, manageriale e organizzativa in essere, al fine di capire l'attendibilità del sistema di pianificazione e del sistema di *reporting*;
 - la struttura del capitale e analisi dei principali indicatori economico reddituali al fine di verificare la capacità di sostenere flussi futuri in linea con le esigenze finanziarie;
 - nella prima settimana di marzo viene presentato al Fondo un c.d. "*investor report*" comprensivo di tutte le informazioni fornite dalla società, le risultanze del *management meeting* e lo *stress test* del *business plan*;
 - a metà marzo il Comitato Investimenti del Fondo dopo aver espresso un primo parere favorevole all'operazione oggetto di analisi, sottopone alla Moncaro una lettera di intenti contenenti i principali termini e condizioni della potenziale emissione relativi ad esempio agli argomenti da approfondire in *due diligence* (in questo caso contabile, fiscale e legale) ed ad un'indicazione di *pricing* sulla base di eventuali garanzie e *rating* dell'emittente;
 - nelle prime settimane di aprile si tengono alcuni incontri che vedono coinvolti lo studio legale incaricato di predisporre la documentazione legale del *mini-bond*, l'*advisor* finanziario e l'emittente con i funzionari di ISMEA per approfondire la piena ed immediata applicabilità della garanzia di tale ente pubblico al *mini-bond* di Moncaro. ISMEA dopo alcuni approfondimenti informa le controparti della necessità di un decreto attuativo (rispetto alla previsione normativa contenuta nella Legge di Stabilità 2015) al fine di rendere esecutiva ed applicabile la garanzia. La proposta di ISMEA è quindi quella di una garanzia in corso d'opera con un abbattimento del tasso al momento dell'entrata in efficacia della protezione;
 - a fine aprile – inizi di maggio vengono fornite dai soggetti incaricati i report di *due diligence* legale, contabile e fiscale. Contestualmente *Cerved Rating Agency* assegna a Moncaro un *rating* pubblico *investment grade* pari a B1.1;
 - sulla base di quanto emerso in fase di *due diligence*, Moncaro e l'investitore negoziano la documentazione legale relativa al *mini-bond* (regolamento del prestito, documento di ammissione e contratto di sottoscrizione) supportati dallo studio legale incaricato;
 - a fine maggio il *comitato investimenti* del Fondo approva l'intera sottoscrizione dell'emissione di 5 milioni di euro, con durata pari a 5 anni ed una cedola pari al 6,375%;
 - in data 29 maggio 2015 ha luogo la quotazione dello strumento finanziario sul segmento professionale *ExtraMot Pro* di *borsa italiana*.

I fattori chiave

- I fattori chiave che hanno permesso di realizzare l'operazione in tempi estremamente ridotti sono:
 - una chiara strategia societaria di medio-lungo termine;
 - una pianificazione finanziaria adeguata;
 - uno sviluppato ed attendibile sistema di reporting;
 - piena collaborazione e trasparenza da parte del *management* nel fornire dati ed informazioni richieste dall'investitore.

L'esperienza della società

- L'emissione del *mini-bond*, seppur di taglio relativamente ridotto, ha consentito a Moncaro di:
 - accelerare il processo di crescita, in particolare in mercati esteri strategici come gli Stati Uniti e l'Asia;
 - ottenere un'ampia visibilità sul mercato e sulla stampa specializzata (oltre 30 articoli su quotidiani, telegiornali locali, *blog*, agenzie e magazine), che hanno ripreso e commentato il comunicato stampa congiunto di *Pioneer* e Moncaro;
 - attirare l'interesse di ulteriori investitori istituzionali alternativi al mondo bancario;
 - ottenere una maggiore e più semplice capacità di accesso al credito a condizioni più competitive.

POLYEDRO®

La migliore tecnologia, da qualunque lato la guardi

Dall'esperienza e dalla ricerca TeamSystem nasce **POLYEDRO, la tecnologia esclusiva che d'ora in poi troverai in ogni singolo modulo del sistema di gestione**, dalla contabilità all'archiviazione digitale, dalla gestione del personale a quella del magazzino.

La nuova piattaforma web nativa ha dato vita ad un'offerta innovativa per Professionisti e Aziende.

LYNFA e ALYANTE, due prodotti di ultima generazione: un'evoluzione naturale che migliora la flessibilità e semplicità di utilizzo di ogni applicazione, consentendo di lavorare in mobilità su smartphone, tablet e notebook: così puoi fare tutto in meno tempo e ovunque vuoi.

Un nuovo ambiente, nuovi strumenti, un nuovo modo di lavorare. Con l'affidabilità e la solidità di sempre.

Grazie alla tecnologia innovativa di POLYEDRO, TeamSystem si conferma leader in Italia e punto di riferimento nel settore dei software gestionali.

Sei caratteristiche fanno di POLYEDRO una tecnologia solida, ma molto flessibile:

- 1. USER EXPERIENCE:** è così semplice che ti sembra di usarlo da sempre.
- 2. MOBILITÀ:** usa le applicazioni via Web e mobile, dove e quando ne hai bisogno.
- 3. PRODUTTIVITÀ:** strumenti per organizzare il lavoro, collaborare e risparmiare tempo.
- 4. MODULARITÀ:** un set di applicazioni che crescono con te, affidabili e integrate.
- 5. WORKFLOW:** lo strumento che ti guida e fa scorrere meglio il tuo lavoro.
- 6. CLOUD:** riduce costi e rischi di gestione.



Fatturazione Elettronica Pubblica Amministrazione

La soluzione TeamSystem per la tua Azienda

Con **Service Web Fatturazione Elettronica** possiamo aiutarti a gestire l'intero processo di emissione delle fatture elettroniche verso la Pubblica Amministrazione.

Uno specifico modulo per la Fatturazione Elettronica studiato per il tuo gestionale Gamma ti permette inoltre di emettere in automatico il documento di vendita nel formato XML corretto.

1. HAI GIÀ IL FILE IN FORMATO XML E DEVI SOLO SPEDIRLO E ARCHIVIARLO?

Ti basta accedere al sito dedicato al servizio, autenticarti e fare l'upload del file XML dal tuo computer al server web.

2. HAI SOLO UNA FATTURA PRODOTTA IN MODO TRADIZIONALE?

Una volta che hai effettuato l'accesso al sito web dedicato e ti sei autenticato, devi solo selezionare l'utilità di compilazione manuale e inserire

“intestazione” e “corpo” del tuo documento.

La compilazione è guidata e semplificata e puoi anche effettuarla in tempi diversi.

Ora ti basta un click sul pulsante “Invia fattura” ed hai terminato.

3. COSA SUCCEDE ORA AL TUO DOCUMENTO?

Una volta che hai inviato il file o compilato il tuo documento noi provendiamo a:

- Apporre la firma digitale;
- Inviarlo all'SDI per l'inoltro all'ufficio della PA destinatario;
- Gestire tutte le notifiche con l'SDI;
- Riportare nella tua area riservata l'esito dell'invio;
- A conservare elettronicamente a termini di legge, se lo desideri, il documento inviato e le relative notifiche.