Arriva un nuovo socio: cosa fare?

di Guidalberto Gagliardi (*)

Un'azienda per crescere o riequilibrare la propria struttura finanziaria potrebbe considerare un aumento di capitale realizzabile attraverso l'ingresso nella compagine sociale di un nuovo socio. In questo modo, se da un lato si ottengono risorse finanziarie sotto forma di capitale di rischio, dall'altro si pone il problema della diluizione del capitale, in quanto i rapporti di forza all'interno della compagine societaria potrebbero modificarsi. Come? Perché? Attraverso una serie di esempi e l'analisi di un caso concreto si illustra come è possibile attuare un fund raising di successo.

Vi state espandendo malgrado la crisi? Volete avviare una nuova attività? Dovete riequilibrare una struttura finanziaria troppo indebitata?
Probabilmente vi serve un aumento di capitale. Il debito, difatti, è raramente uno strumento efficace quando occorrono risorse per realizzare progetti strategici che siano impegnativi rispetto alla storia economico-finanziaria aziendale. In queste situazioni è opportuno ricorrere a soggetti che siano pronti a investire nel progetto, condividendone rischi e potenziali guadagni per un lungo e indefinito periodo di tempo.
L'ammontare apportato dai soci sarà più o meno rilevante rispetto al patrimonio esistente, come pure rispetto alle esigenze derivanti dal progetto strategico e, in ogni caso, sarà fissato dall'assemblea sociale su proposta del consiglio di amministrazione (1).
In cambio della porzione di aumento di capitale sottoscritto i soci riceveranno delle quote di partecipazione, siano esse vere e proprie quote (come nel caso delle S.r.l.) o azioni (per le S.p.A. e le rare S.a.p.a.). Possedendo le quote i soci otterranno dei diritti che, salvo particolari pattuizioni statutarie, consentiranno loro, pro-quota, di percepire gli incrementi di valore della società, di partecipare agli ulteriori aumenti di capitale, come pure d'intervenire alle assemblee dei soci (che approvano i bilanci, decidono su fusioni e scissioni, nominano consiglieri, sindaci e revisori...). Come si vedrà meglio in seguito, in taluni casi le quote sottoscritte da un socio potrebbero consentirgli di condizionare le delibere assembleari, sino al punto di fargli controllare l'azienda.
In altri termini, varando un aumento di capitale l'impresa ottiene risorse finanziarie sotto forma di capitale di rischio, ma i rapporti di forza all'interno della sua compagine societaria potrebbero modificarsi. Come? Perché?

Il tema della diluizione

Normalmente all'aumento di capitale prendono parte i soci che sono già presenti nella compagine sociale dell'azienda e che hanno partecipato allo studio e al varo del piano strategico sottostante all'aumento stesso. Ciò avviene in virtù di un meccanismo chiamato diritto di opzione. Esso prevede che i soci esistenti abbiano diritto di sottoscrivere gli aumenti di capitale a pagamento in proporzione alle quote possedute (2). Se, ad

Note:
(*) Equity Factory S.A. Lugano
(1) Si fa rilevare che ad un aumento del capitale sociale corrisponde spesso un incremento della capacità d'indebitamento: in altri termini si ha un effetto sinergico in quanto le risorse finanziarie che un'azienda può ricevere dal sistema creditizio grazie al nuovo capitale di rischio possono essere più che proporzionali rispetto a quelle riferibili al mero aumento di capitale.
(2) I singoli statuti, in realtà, possono prevedere norme specifiche che regolamentino gli eventi societari (e non solo il

esempio, un socio possiede 10 azioni sulle 100 esistenti (è quindi socio al 10%) e vengono emesse 50 nuove azioni, il socio in questione ha diritto a sottoscriverne 5: in questo modo otterrà 15 azioni sulle 150 che saranno in circolazione dopo l'aumento (restando quindi con una quota percentuale del 10%).
In taluni casi però i soci attuali potrebbero decidere di non sottoscrivere, parzialmente o integralmente, l'aumento di capitale deliberato. Ciascuno di loro potrebbe non avere le disponibilità monetarie necessarie, non voler allocare altro rischio su quest'azienda o potrebbe pensare che un nuovo socio sia in grado di apportare nuove competenze oltre al denaro (si pensi al caso in cui l'investitore sia un'impresa complementare dal punto di vista della copertura geografica o di prodotto). Se la mancata partecipazione all'aumento è del singolo socio, costui vende il proprio diritto d'opzione al nuovo socio (3) che potrà quindi sottoscrivere la relativa quota di aumento; se tutta la compagine ha deciso sin dalla delibera assembleare di rinunciare al diritto d'opzione (esprimendosi in questo senso la maggioranza del capitale), allora il nuovo socio finanzierà l'intero aumento di capitale. Si propone un esempio: il socio X ha 10 azioni sulle 100 esistenti, cede il suo diritto di partecipare all'emissione delle 50 nuove azioni e chi acquista tale diritto può quindi ottenere 5 nuove azioni. Al termine dell'aumento il socio X avrà 10 azioni pari al 6,7% del capitale e il nuovo socio avrà il 3,3%. Se invece tutti i soci rinunciano a partecipare all'aumento, il nuovo socio potrà sottoscrivere tutte le 50 nuove azioni (partecipando quindi al 33,3% del capitale sociale finale). Il fenomeno che si è descritto prende il nome di diluizione: in pratica se parte di un aumento di capitale è appannaggio di un nuovo socio, le quote di partecipazione dei vecchi soci si diluiscono, si riducono.
Una frettolosa interpretazione di questo passaggio sostiene che, se un nuovo socio finanzia un aumento di capitale, c'è il rischio che i soci storici perdano il controllo della loro impresa. Come si spiegherà nel proseguo questa visione è estremistica, ma talmente radicata nella mentalità di molti imprenditori da limitare i casi in cui le società aprono il loro capitale a risorse (non solo finanziarie) fresche (4).

Perché la diluzione è «giusta»?

Quando in un'azienda entra un nuovo socio si ha certamente una diluizione delle quote dei soci pre-esistenti, ma se l'operazione è ben congegnata, la perdita di potere dei vecchi soci sarà ragionevole rispetto a quanto varrà la loro quota dopo il completamento dell'aumento di capitale. Se Y ha appena fondato un'azienda mettendoci 100.000 euro di capitale e ottenendo 100 azioni e chiede a un nuovo socio Z di rischiare investendo in quest'azienda 50.000 euro, è vero che dopo l'aumento di capitale Y non avrà più il 100% della società (avrà, infatti, il 66,6%), ma la sua nuova e più bassa quota sarà in una società che ha in cassa 50.000 euro che prima non c'erano. Ecco che anziché il 100% di 100 mila euro, Y avrà il 66,6% di 150 mila, quindi avrà sempre un valore di 100 mila euro. Questo è un aumento di capitale «giusto». Altrettanto corretta sarebbe una fattispecie nella quale Y passasse al 10% del capitale, perché il nuovo socio ha versato 900.000 euro a titolo di aumento di capitale: Y aveva 100 mila e dopo l'aumento di capitale continua ad avere 100 mila ed è ragionevole che Y conti relativamente meno nella proprietà, che sia diluito, in funzione di quanto vale l'apporto del nuovo socio rispetto a quanto Y già aveva investito nell'azienda.
Non si può però celare che la realizzazione

Note:
(continua nota 2)
diritto d'opzione) in modo diverso rispetto a quanto ordinariamente stabilito dal Codice Civile. Per semplicità in questa sede ci si riferisce a quanto ipotizzato nel Codice.
(3) Sempre che lo statuto non preveda una prelazione su tale vendita a beneficio dei soci storici. Nel caso di imprese non quotate, ad esempio, coloro che esercitano il diritto d'opzione, se ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e delle obbligazioni convertibili che siano rimaste non inoptate.
(4) Questo timore ha indotto la diffusione di strane operazioni dove gli attuali soci o dei loro «amici» prestano il denaro alla società (se non ai soci esistenti per consentire loro di partecipare all'aumento di capitale) a titolo di finanziamento o sottoscrivendo un prestito obbligazionario: l'esperienza insegna che queste forme di credito tendono a «degenerare» in compartecipazioni, con i finanziatori che iniziano a chiedere di partecipare alla gestione aziendale, di influire sulle scelte strategiche o a pretendere anzitempo la restituzione del loro finanziamento e alla lunga si rivelano partner più scomodi rispetto a quanto sarebbero stati dei veri e propri soci.

pratica di una «giusta» diluizione non è semplice come negli esempi teorici proposti. Questo perché una società esistente che vara un aumento di capitale di solito ha un valore diverso rispetto a quello che risulta dai libri contabili. In questa sede non ci si addentrerà nel tema della valutazione delle imprese (5) e ci si limiterà a evidenziare due casi eclatanti in cui il patrimonio netto contabile e la capitalizzazione di Borsa (ammontare che potrebbe corrispondere al valore aziendale) si discostano tra loro, in direzioni opposte. A tal proposito la Tavola 1 mostra che a settembre 2010 Telecom capitalizza il 33% meno di quanto «valeva» contabilmente pochi mesi prima, mentre le Generali sono valutate in Borsa il 51% più del patrimonio netto.
In entrambi i casi è evidente che se si dovesse studiare un metodo anti-diluizione per un eventuale aumento di capitale, non ci si potrebbe basare sul patrimonio netto, ma occorrerebbe invece tenere conto del valore di Borsa dell'azienda, confrontandolo con il valore apportato dal nuovo socio.
A questo punto ci si chiede: come si calcola la quota spettante a un nuovo socio che entra in società sottoscrivendo un aumento di capitale?

Valutazione «pre-money» e valutazione «post-money»

I termini *pre-money* e *post-money* si riferiscono al momento in cui entra nel capitale un nuovo investitore, sottolineando che l'impresa non ha lo stesso valore prima e dopo la transazione. È evidente, in particolare, che il valore dell'impresa sarà superiore se nelle casse sociali sono stati versati dei nuovi capitali, vale a dire se l'intervento del nuovo socio sia avvenuto mediante un aumento di capitale. Viceversa, il valore non muterà qualora l'investitore si sia limitato ad acquisire una quota del capitale sociale già esistente.
A prescindere dall'eventuale apporto strategico - industriale dell'investitore, in termini finanziari, il valore *post-money* di una società è uguale alla somma del suo valore *pre-money* e dei nuovi capitali immessi dall'investitore. Ne consegue che la quota di partecipazione dell'investitore al capitale dell'impresa dovrà essere calcolata in rapporto al valore *post-money*. Quindi:
partecipazione del nuovo socio = valore dell'investimento / valore post-money.
L'esempio rappresentato nella Tavola 2 illustra come, a parità di investimento, la partecipazione dell'investitore al capitale della *target* vari a seconda del tipo di operazione realizzata (aumento di capitale o acquisizione di quote esistenti).
Ci si trova nuovamente in una situazione equa dove chi resta in azienda con una quota diluita, è nella circostanza di contare meno in un'azienda più liquida, mentre chi entra beneficia pro-quota del valore che avevano creato i precedenti azionisti, come pure della cassa che ha appena versato alla società.
Se si tornasse a fantasticare sul caso delle Generali illustrato precedentemente, qualora un nuovo ipotetico socio delle Generali sot-

Tavola 1 - Confronto tra valore contabile e capitalizzazione di Borsa

	Patrimonio netto*	Capitalizzazione al 9/11/2010
Telecom Italia	28,5	19,0
Generali Assicurazioni	16,7	25,3

Fonte: Borsa Italiana importi in miliardi di euro
* al 30 settembre 2010 per Telecom Italia, al 31 dicembre 2009 per Generali

Nota:
(5) Si veda G. Gagliardi e M. Ghiringhelli, «La valutazione della transazione come guida al processo negoziale», Editrice L'Ammonitore, 2005.

Tavola 2 - Quota spettante al nuovo socio in funzione del tipo di operazione realizzata

	Valore pre-money	Investimento dell'investitore	Valore post-money	% spettante all'investitore
Aumento di capitale	100	50	150	33,3%
Acquisto azioni esistenti	100	50	100	50%

toscrivesse un aumento di capitale da 25,3 miliardi di euro, otterrebbe una quota del 50% e i vecchi soci possiederebbero, a loro volta, la metà di una società che ha un valore *post-money* di 50,6 miliardi di euro (25,3 miliardi di capitalizzazione e altrettanti di cassa rivenienti dall'aumento di capitale).
La ripartizione delle quote tra vecchi e nuovi soci è realizzata quindi:
– partendo da una stima condivisa del valore *pre-money* della società (6);
– proseguendo con la valutazione di quanto investe il nuovo socio (7);
– passando per il calcolo del rapporto tra apporto del nuovo partner e valore *post-money* dell'impresa;
– terminando con la quantificazione delle quote di capitale (o azioni a seconda della forma giuridica) spettanti al nuovo socio per effetto di una moltiplicazione della quota percentuale che gli compete per il numero di quote o azioni circolanti a seguito dell'aumento di capitale.
Di seguito si propone un ulteriore esempio.

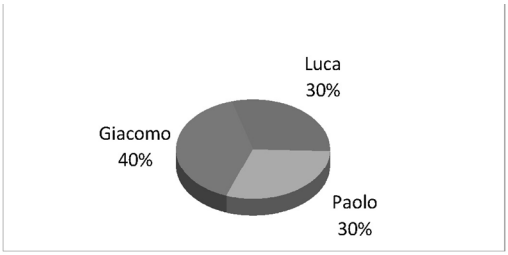
Il caso Lapsol S.p.A. (8)

Giacomo, trentacinquenne, decide di fondare una nuova impresa. Ha lavorato nel settore informatico per quasi tre lustri, occupandosi dello sviluppo di mini-computer per una multinazionale americana, facendo il consulente nella sede di Londra di una società di consulenza IT internazionale e gestendo la filiale commerciale italiana di un gruppo informatico estero. Nelle sue esperienze Giacomo ha conosciuto molti validi colleghi e collaboratori: insieme a due di loro, matura l'idea di creare un computer portatile che, grazie all'alimentazione a energia solare, offra un'autonomia di otto ore. Questo terzetto di esperti si rende conto che il mercato apprezzerebbe un simile prodotto e che le loro competenze combinate dovrebbero consentire di svilupparlo in un tempo relativamente breve. Giacomo e i suoi soci investono nel progetto i loro risparmi, complessivamente 500.000 euro e riescono a ottenere delle linee di credito per 400.000 euro. Questo denaro viene progressivamente speso per fondare la società Lapsol S.p.a, allestire un embrione di struttura organizzativa con due dipendenti e il *website* aziendale, pagare un designer che progetti l'estetica del Laptop solare, finanziare i componenti per la costruzione di 10 prototipi di Lapsol001, partecipare a un paio di fiere di settore e far stampare volantini e materiale promozionale.
Il capitale sociale iniziale è suddiviso in 500 azioni da 1.000 euro ciascuna ed è detenuto da Giacomo per 200 azioni, mentre i suoi soci Luca e Paolo hanno 150 azioni ciascuno (Tavola 3).
Dopo dieci mesi, la Lapsol S.p.A. è quasi pronta per il lancio commerciale del suo nuovo prodotto in un momento in cui nessun concorrente ha ancora saputo sviluppare un prodotto comparabile. Il prezzo del petrolio è alle stelle, imprese e privati sono sempre

Note:
(6) Il meccanismo funziona, a patto che il valore *pre-money* sia stabilito correttamente e sarà realizzabile nella pratica solo se la maggioranza dei vecchi soci condivide questa stima e la controparte converge su tale valore.
(7) Di norma denaro, che quindi vale esattamente il suo ammontare nominale.
(8) Ogni nome, dato e informazione strategica del caso è fittizio; eventuali riferimenti a soggetti, società o prodotti esistenti è casuale e non voluto.

Tavola 3 - Composizione del capitale sociale alla costituzione della Lapsol

	azioni	vn	cs	%	ve
Giacomo	200	1.000	200.000	40,00%	200.000
Luca	150	1.000	150.000	30,00%	150.000
Paolo	150	1.000	150.000	30,00%	150.000
Totali	**500**		**500.000**	**100,00%**	**500.000**



più sensibili al tema del risparmio energetico: tutto lascia prevedere che il Lapsol001 avrà un notevole successo commerciale. C'è solo un piccolo problema: nelle casse aziendali sono rimasti circa 100.000 euro e le banche, non avendo ancora visto alcuna fattura emessa dalla Lapsol, non sono disposte a concedere nuovi affidamenti. Uno dei soci, propone di coinvolgere Mario Rosi.
Il dott. Rosi apprezza il progetto ed è pronto a investire sino a 900.000 euro. Il dott. Rosi, Giacomo, Luca e Paolo affidano la valutazione della Lapsol a un esperto valutatore indipendente. Il consulente effettua un attento studio del piano industriale, del suo stato d'avanzamento, del suo potenziale commerciale ed economico, come pure del valore di realtà comparabili. Dopo l'analisi, il consulente stima che la Lapsol S.p.A. valga almeno 1.100.000 euro e, deducendo l'indebitamento netto di 300.000 euro (400 mila di finanziamento meno i 100 mila ancora in cassa), afferma che il valore del capitale economico della società ammonta a 800 mila euro (Tavola 4).
Giacomo, Luca e Paolo comprendono che è normale che, in una società ad alto potenziale ma relativamente poco capitalizzata, i fondatori possano detenere solo una quota di minoranza dell'impresa: sono pronti a sacrificare il controllo dell'assemblea sociale affinché la Lapsol possa raccogliere capitali di gran lunga superiori rispetto al loro investimento iniziale e, si spera, investirli fruttuosamente.
L'aumento di capitale riservato al dott. Rosi viene perciò strutturato in base al seguente ragionamento:

partecipazione del nuovo socio = valore dell'investimento / valore post-money

dove il valore *post-money* è pari al *pre-money* incrementato dell'investimento del dott. Rosi.
In pratica:

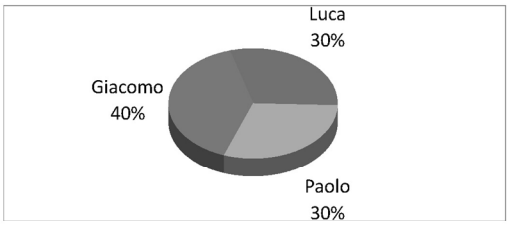
partecipazione del nuovo socio dott. Rosi = € 900.000 / (€ 800.000 + € 900.000) = 52,94%

I tre soci fondatori concordano quindi nel deliberare un aumento di capitale riservato per il dott. Rosi al termine del quale quest'ultimo otterrà il 52,96% della Lapsol S.p.A. L'aumento di capitale prevede l'emissione di 563 nuove azioni del valore nominale di mille euro ciascuna che saranno liberate con un sovrapprezzo di 599 euro per azione. Dal punto di vista contabile il capitale sociale di Lapsol aumenterà di 563 mila euro e a esso si aggiungerà un fondo sovrapprezzo azioni di 337 mila euro (9).
Al termine dell'operazione il capitale sarà suddiviso come indicato nella Tavola 5.
L'operazione ha un buon successo: le banche incrementano le linee di credito della Lapsol S.p.A. di un milione di euro e la società ha quindi 1,9 milioni da investire nel lancio commerciale e nella distribuzione del suo innovativo PC solare, come pure nell'ampliamento dell'organizzazione.
Dopo due anni, la Lapsol fattura otto milioni di euro, ha ordini per dodici e riceve da una società giapponese un'offerta di acquisto a un prezzo superiore a sei milioni di euro: i fondatori e il dott. Rosi accettano soddisfatti.
Si tratta di un caso di successo reso possibile, oltre che dalle brillanti intuizioni imprenditoriali dei fondatori e dalla loro abilità nel-

Nota:
(9) Esso rappresenta il premio rispetto al valore nominale che il nuovo azionista ha complessivamente pagato per poter entrare nella società e trae origine dal maggiore valore economico della Lapsol rispetto al suo capitale sociale.

Tavola 4 - Ripartizione tra i soci del valore economico della Lapsol

	azioni	vn	cs	%	ve
Giacomo	200	1.000	200.000	40,00%	320.000
Luca	150	1.000	150.000	30,00%	240.000
Paolo	150	1.000	150.000	30,00%	240.000
Totali	**500**		**500.000**	**100,00%**	**800.000**



l'implementare la strategia di sviluppo della Lapsol, da due fattori concomitanti:
– il dott. Rosi ha saputo apprezzare il progetto imprenditoriale portato avanti dai fondatori;
– questi ultimi erano consapevoli che nelle società in forte crescita la diluizione della quota detenuta dai fondatori è inevitabile mano a mano che la crescita richiede successive tornate (o *round*) di finanziamento.

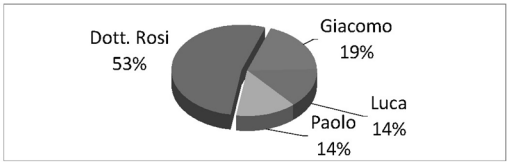
Il tabù del 51% e quello della diluizione

Il caso Lapsol non è unico, ma in Italia non è nemmeno frequente come ci si potrebbe attendere alla luce della capacità innovativa e gestionale dei nostri imprenditori.
L'imprenditore italiano, in effetti, è tradizionalmente riluttante rispetto all'idea di perdere la maggioranza dell'impresa che ha fondato a beneficio di un nuovo socio (10), essenzialmente per paura di abbandonare il controllo e dunque il potere d'indirizzare la gestione aziendale. La soglia del 51%, in particolare, risulta una barriera psicologica spesso insuperabile. Ciò è naturalmente comprensibile ma, non di meno, miope e ingiustificato.
Per dirla tutta, quest'imprenditori preferiscono limitare le potenzialità di crescita delle loro aziende piuttosto che mettere in discussione il proprio ruolo di controllo.
La scarsa propensione dell'imprenditore medio italiano a condividere (o perdere) il controllo dell'impresa con nuovi soci è contemporaneamente causa e conseguenza della scarsità nel panorama finanziario italiano d'investitori istituzionali specializzati nel rischiare denaro su progetti imprenditoriali nuovi o comunque non ancora redditizi, i cosiddetti *venture capitalist*. E il lodevole apporto dei *business angel* (privati che investono in nuove imprese e spesso entrano nel management per aiutarle a crescere e strutturarsi) non può certamente mettere in gioco i volumi finanziari necessari per consentire al sistema industriale italiano di superare la dimensione economica minima e competere ad armi pari con i concorrenti esteri.
Gli imprenditori, per aumentare la loro propensione ad accettare nuovi soci nella compagine societaria, potrebbero riflettere su alcune questioni:
– l'assegnazione dei pesi relativi tra i soci spesso deriva direttamente dalla logica economica dell'operazione; ad esempio, quando si chiede a un investitore di versare 10 milioni di euro in un'azienda che, prima di quell'aumento, ne vale 9, non vi è alcun ragionevole argomento a sostegno della tesi che quell'investitore non debba puntare al ruolo di azionista di maggioranza;
– l'imprenditore, dal canto suo, nel considerare di perdere la maggioranza potrebbe pensare che se l'investitore intende dare corso all'investimento è sovente perché sta investendo su di lui, sulla sua visione strategica e sui suoi piani e che quindi non intende sostituirlo nella guida dell'impresa (11);
– se l'andamento futuro della società dovesse richiedere un cambio di *management*, questo deriverebbe dal mancato conseguimento degli obiettivi indicati dall'imprenditore e che

Note:
(10) Assai più sensibili al tema rispetto ai loro omologhi europei.
(11) Nessun investitore istituzione, *private equity* o *venture capitalist* che sia, annovera tra i suoi obiettivi la gestione operativa della società: gli basta essere coinvolto nelle scelte strategiche e, non appena il momento sarà maturo, poter vendere la proprio partecipazione, possibilmente con un lucro.

Tavola 5 – Composizione del capitale dopo l'aumento di capitale

	azioni	vn	cs	%	ve
Giacomo	200	1.000	200.000	18,81%	319.849
Luca	150	1.000	150.000	14,11%	239.887
Paolo	150	1.000	150.000	14,11%	239.887
Dott. Rosi	563	1.000	563.000	52,96%	900.376
Totali	**1.063**		**1.063.000**	**100,00%**	**1.700.000**



avevano motivato l'intervento dell'investitore (12);
– molti investitori, soprattutto i *private equity* e i *venture capitalist*, sono pronti a discutere meccanismi d'incentivazione dei soci-manager al raggiungimento dei risultati concordati, sistemi che talvolta consentono ai vecchi soci di guadagnare dall'incremento di valore dell'impresa quasi come se non fossero passati in minoranza.
Pertanto per queste ragioni, l'imprenditore che crede in se stesso e nella sua strategia non dovrebbe avere alcun timore di perdere il controllo «di fatto» della sua società, indipendentemente dalla circostanza che l'investitore abbia il 10% oppure il 90% del capitale; soprattutto, l'imprenditore che ha a cuore le sorti dell'impresa dovrebbe sempre preferire le soluzioni, anche straordinarie, che garantiscano all'impresa stessa di cogliere al meglio le opportunità di crescita, indipendentemente dal fatto che ciò possa significare fare un passo indietro in termini di partecipazione societaria.
Questi ragionamenti dovrebbero indurre molti imprenditori a cercare dei nuovi soci, magari tra gli investitori istituzionali (al 30 giugno 2010 questa categoria di operatori aveva 6,8 miliardi di euro da investire nelle imprese italiane) (13).
Come accennato, peraltro, molte ricerche di soci di matrice finanziaria potrebbero risultare frustrate, soprattutto se effettuate da imprese ancora piccole, data la scarsità di operatori interessati a questa scala dimensionale (si tratta di una dozzina di fondi sugli oltre 170 investitori istituzionali attivi in Italia). E anche quando la ricerca di un partner finanziario fosse coronata da successo, gli imprenditori dovrebbero essere pronti a superare un'ulteriore riluttanza: quella di affidare la gestione delle operazioni straordinarie a consulenti specializzati. È esperienza quotidiana vedere imprenditori capaci che sottostimano il tempo che occorre dedicare ai negoziati con i potenziali *partner* strategici, come pure le competenze che si devono possedere per costruire un «matrimonio» societario di successo.
La scelte più comuni sono, in ordine di frequenza:
– fare tutto da soli;
– coinvolgere il proprio legale di fiducia (che potrebbe non avere esperienza specifiche) solo quando gran parte dei termini dell'operazione sono già stati negoziati;
– farsi aiutare solo dal proprio direttore amministrativo;
– affidarsi (magari anche troppo) al professionista contabile e tributario di fiducia (il commercialista) che potrebbe non avere le competenze o le risorse necessarie per seguire adeguatamente il progetto;
– chiedere supporto a consulenti già presenti in azienda, magari per installare un sistema IT, per rivedere l'impianto di programmazione e controllo o per riorganizzare la struttura dei costi;
– rivolgersi a professionisti del cosiddetto *mergers and acquisitions* (M&A), cioè la compravendita di società.
Ci si trova così in una circostanza dove i già pochi imprenditori che sono disponibili ad aprire il capitale a nuovi soci, realizzano spesso questo processo in modo inefficace, ricavandone delle cocenti e dolorose delusioni (14). Insuccessi che possono diventare palesi sul mercato, disincentivando altri imprenditori a cercare nuovi soci e rendendo ancora più prudenti gli investitori finanziari rispetto alle PMI.

Come spezzare il circolo vizioso

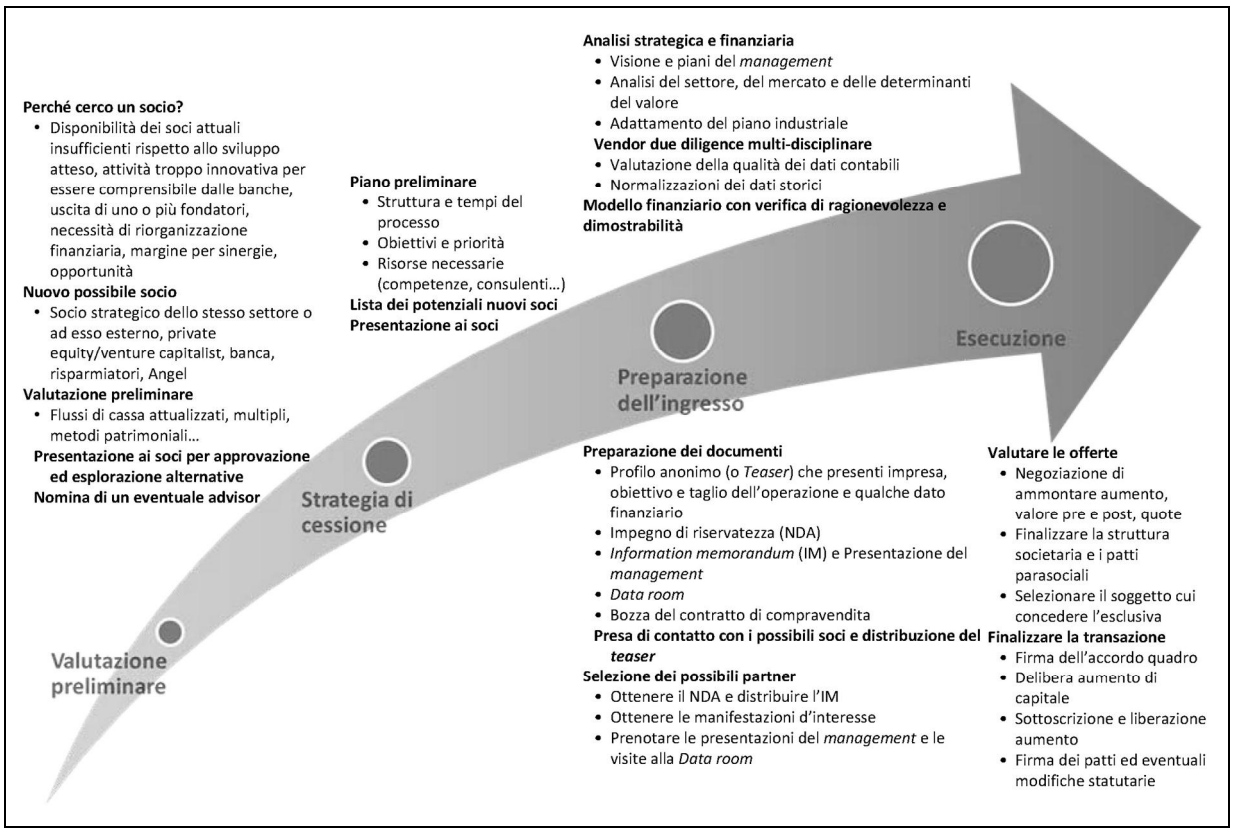
Le operazioni finanziarie straordinarie, ambito nel quale la cessione a terzi di quote del

Note:
(12) D'altra parte, difendere l'investimento nei frangenti di difficoltà rientra tra i doveri che l'investitore istituzionale assume rispetto ai suoi azionisti (cioè ai soggetti che hanno sottoscritto il fondo che l'investitore gestisce); anche quando significa farsi direttamente carico di un cambio di *management* in corsa.
(13) Dato rilevato da Aifi (www.aifi.it).
(14) Classiche situazioni di frizione di verificano quando le assunzioni del piano industriale non sono sufficientemente condivise con l'investitore (e da questi verificate), quando le previsioni sono troppo ottimistiche, quando la *due diligence* dell'investitore non è in grado di svelare l'assetto strategico e le dinamiche economico-finanziarie dell'impresa, quando i patti parasociali non sono abbastanza flessibili da consentire d'ammortizzare eventuali difficoltà temporanee dell'azienda o momenti di crisi generale come l'attuale, quando il ruolo dell'investitore nella *governance* non è ben definito o presidiato, oppure quando non si riesce a completare la separazione tra impresa e imprenditore.

capitale di un'impresa rientra a pieno titolo, sono per definizione complesse e difficilmente assoggettabili a regole fisse e immutabili. Dall'analisi di esperienze di successo, si possono peraltro notare alcuni fattori che, se non sufficienti, sono necessari perché l'ingresso di nuovi soci porti un valore duraturo. Innanzitutto un'azienda può essere più o meno preparata ad accogliere e integrare un «corpo estraneo» nella compagine societaria. Sarà pronta se dispone di un sistema che consenta una contabilità ordinata e affidabile, che possa rendere agevole l'interpretazione degli eventi aziendali in fase di *due diligence* e nel successivo percorso comune con i nuovi soci. L'imprenditore o i soci fondatori, dal canto loro, dovranno conservare una netta e trasparente separazione tra iniziative e patrimonio personale e azienda, cercando altresì di non essere indispensabili per la conduzione ordinaria dell'attività.
Se anche i soci sono pronti a lavorare con un nuovo partner, il buon esito degli aumenti di capitale sembra passare per una fase preparatoria: in essa i vecchi soci, in vista dell'operazione, ottimizzano la struttura societaria (ad esempio separando gli immobili dall'attività operativa o stabilendo i ruoli manageriali di ciascun socio), si accertano della realtà aziendale e di come essa possa essere percepita dal nuovo investitore e, soprattutto, progettano e gestiscono il processo per la ricerca del nuovo socio, per il suo ingresso e per l'annuncio ai terzi (dipendenti, fornitori, clienti, banche...) dell'avvenuto aumento di capitale (15).
La Tavola 6 schematizza un possibile processo che, partendo dalla comprensione e condivisione delle ragioni per cui si vuole racco-

Nota:
(15) Si veda G.Gagliardi e M. Ghiringhelli, «Perché e come vendere un'impresa», in *Contabilità Finanza e Controllo* de Il Sole 24 Ore, n. 1/2007.

Tavola 6 - Un possibile processo di *fund raising*



gliere del capitale di rischio, passa per la progettazione di dettaglio dell'operazione, per la ricerca di possibili investitori (siano essi necessari per finanziare l'avvio di una nuova attività o per sottoscrivere un aumento di capitale riservato), per la preparazione delle informazioni necessarie al potenziale partner e culminano nei negoziati con il possibile nuovo socio e nel perfezionamento dell'operazione.

RIVISTE

Bilancio e reddito d'impresa

Ipsoa – Rivista mensile – Prezzo abbonamento € 160,00

La nuova rivista che affronta tutte le tematiche legate alla **redazione del bilancio** e alla **determinazione del reddito** d'impresa.
Fornisce approfondimenti circa le valutazioni di bilancio, la revisione e il controllo contabile, le operazioni straordinarie, gli adempimenti legati all'approvazione del bilancio, i principi contabili e le norme fiscali in materia di reddito d'impresa.
Inoltre garantisce l'**aggiornamento sulle novità normative**, di prassi e di giurisprudenza che impattano sul bilancio, gli effetti a livello di reddito imponibile delle scelte contabili e delle valutazioni, tutto ciò che concerne i documenti di informativa finanziaria e gli adempimenti societari correlati.
La rivista non presenta articoli generici e divulgativi, ma punta su interventi che individuano **problematiche particolari** e suggeriscono **interpretazioni originali**: argomenti controversi o di difficile interpretazione, problematiche aperte non affrontate dall'Amministrazione finanziaria o dalla stessa risolte con interpretazioni in tutto o in parte non condivisibili.
È pertanto lo strumento necessario per consulenti e uomini d'azienda che redigono il i conti annuali e che si confrontano con le connesse problematiche fiscali.
La nuova testata è ancora più efficace affrontando le tematiche e i dubbi che ogni giorno affronta chi si occupa di bilancio o fiscalità d'impresa.

On-line
Il servizio on line sul sito www.ipsoa.it/duo rende inoltre disponibili in formato PDF:
– l'ultimo numero della rivista ancora in fase di stampa
– gli arretrati della Rivista relativi agli ultimi 12 mesi

Per informazioni o per l'acquisto:
- **Redazione:** Tel. 02.82476085
- **Servizio Informazioni Commerciali** (tel. 02.82476794 – fax 02.82476403)
- **Agenzia Ipsoa di zona** (www.ipsoa.it/agenzie)
- **www.ipsoa.it**