

A.I.F.I.

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL CAPITALE DI RISCHIO

MANIFESTO

**LO SVILUPPO DEGLI START-UP
TECNOLOGICI E DELLE
GROWING COMPANY IN GENERALE**

INDICE

Introduzione.....	5
1. Lo sviluppo degli start-up tecnologici.....	7
Il problema	7
La soluzione proposta	9
2. L'utilizzo di risorse finanziarie pubbliche per investimenti in capitale di rischio: i fondi chiusi per lo sviluppo.....	13
Il problema	13
La soluzione proposta	13
3. Le operazioni di turnaround	16
Il problema	16
La soluzione proposta	17
4. Di alcuni gravi problemi legali sulla responsabilità dei Consiglieri di Amministrazione, in particolare nelle operazioni di start-up	19
Il problema	19
La soluzione proposta	20
5. Le operazioni di leveraged buy-out	23
Il problema	24
La soluzione proposta	25
6. Le problematiche fiscali.....	27
6.1 La fiscalità dei fondi chiusi	28
Il problema	28
La soluzione proposta.....	29
6.2 Gli incentivi fiscali alla quotazione in Borsa	30
Il problema	30
La soluzione proposta.....	31
7. I piani di stock option	34
Il problema	34
La soluzione proposta	35
8. Altri strumenti per la dinamica degli assetti proprietari di impresa	37
Il problema	37
La soluzione proposta	37

INTRODUZIONE

A.I.F.I., Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio, è sin dalla sua nascita impegnata per la promozione e lo sviluppo del mercato del *venture capital* e *private equity* in Italia. In tale ottica ha anche sviluppato un'intensa attività di dialogo con le Istituzioni governative, legislative, regolamentari e di vigilanza, al fine di contribuire a creare un contesto favorevole alla crescita del settore e al raggiungimento di standard di competitività internazionali.

Il tema dello sviluppo del mercato del capitale di rischio risulta da tempo al centro del dibattito internazionale, anche alla luce delle favorevoli implicazioni occupazionali che possono derivare, e storicamente derivano, da un più attivo collegamento tra mercato del capitale di rischio e imprese minori che, in tutto il mondo, sono le principali creatrici di nuova occupazione. La corretta soluzione delle problematiche legate all'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, allo sviluppo di iniziative esistenti o al cambiamento e alla trasformazione di aziende giunte ad una fase critica del loro ciclo di vita, attraverso il ricorso a solide *partnership* con investitori istituzionali nel capitale di rischio, rappresenta un elemento indispensabile per lo sviluppo del sistema economico.

Oggi sono attivi sul territorio europeo oltre 1.100 operatori di *private equity* e *venture capital*. Si tratta pertanto di un'attività che ha largamente superato i confini dei sistemi economici e finanziari più importanti, per diventare fenomeno generalizzato. È con grande piacere ed un po' di emozione che diamo il benvenuto all'ultima associazione di categoria nata, la *Russian Venture Capital Association (RVCA)*, con sede a San Pietroburgo e guidata da Albina Nikkonen.

In termini di attività svolta, nel corso del 1998 sono state oltre 6.200 le imprese europee che hanno aperto il loro capitale a investitori istituzionali e dai quali hanno ricevuto circa 14,5 miliardi di Euro a titolo di partecipazione al capitale. Durante il 1999 negli Stati Uniti d'America i fondi di *venture capital* hanno investito l'equivalente di quasi 50 miliardi di Euro, con una crescita del 152% rispetto all'anno precedente.

Anche il mercato italiano ha fatto registrare, negli ultimi anni, una sensibile crescita, sia sul fronte qualitativo che quantitativo, pur manifestando ancora alcuni segnali di ritardo. In linea con quanto verificatosi a livello internazionale il numero degli investitori è andato progressivamente crescendo, così come l'interesse di questi verso l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, le imprese a maggior contenuto tecnologico, l'utilizzo del

mercato borsistico come canale di disinvestimento e di altri strumenti tipici di questo mercato. A livello quantitativo, l'ammontare annualmente investito ha ormai superato la soglia dei 3.000 miliardi di lire, con una crescita di oltre il 195% negli ultimi tre anni.

In generale, l'interesse degli investitori istituzionali nei confronti del nostro sistema imprenditoriale, come fonte di interessanti opportunità di investimento, è sensibilmente in crescita, tanto da poter oggi stimare un volume di capitali italiani ed internazionali disponibili ad impieghi in imprese italiane di circa 10.000 miliardi di lire.

Ma per potersi pienamente inserire nel contesto internazionale rimangono aperti alcuni importanti problemi per i quali A.I.F.I. intende, con questo documento, presentare, in forma organica, le proprie proposte frutto di un'attenta ricognizione dei maggiori problemi e di un'ampia consultazione interna.

1. LO SVILUPPO DEGLI START-UP TECNOLOGICI

Definizione e ruolo degli *start-up*

Lo *start-up financing* rappresenta la tipologia di investimento nel capitale di rischio delle imprese più tipicamente riconducibile all'attività di "*genuine venture capital*". Nello specifico, si parla di *start-up* quando l'investitore istituzionale acquisisce partecipazioni in imprese nelle primissime fasi della loro vita, contribuendo, in tal modo, alla creazione di nuove attività imprenditoriali. Caratteristica di questa fase di intervento sono rischi elevati, a fronte di rendimenti possibilmente altrettanto elevati, soprattutto negli *start-up* tecnologici.

Strutture dedicate al finanziamento di imprese innovative in fase di avvio incrementano la competitività del sistema Paese, contribuendo a porre le basi per la creazione di nuove imprese innovative, i soli soggetti in grado di generare occupazione.

Il problema

Il settore italiano del capitale di rischio è stato, fino ad oggi, caratterizzato da una netta prevalenza di operazioni d'investimento in imprese già sviluppate, che necessitavano di capitale per consolidare od accelerare una fase di sviluppo. Solo residuale è stata l'attenzione dedicata all'investimento in nuove iniziative imprenditoriali, soprattutto se caratterizzate dall'impiego di tecnologie innovative. Ancora più ridotta è stata, fino ad oggi, la quota di capitale di rischio dedicata allo sfruttamento, attraverso la loro trasformazione in progetti imprenditoriali, dei risultati di attività di ricerca, comunque troppo modesta nel nostro Paese.

Il motivo di tale atteggiamento, comune a gran parte dei Paesi dell'Europa continentale, è riconducibile a fattori di diversa natura. Innanzitutto alla modesta propensione al rischio della maggior parte degli investitori, ma anche alla mancanza di un'adeguata cultura di mercato, in particolare nei confronti di nuove imprese ad elevato contenuto tecnologico.

Inoltre, la mancanza di un dialogo sistematico tra mondo della ricerca, imprese e istituzioni finanziarie ha creato un *gap* conoscitivo tra le diverse realtà, tale da rendere estremamente difficile l'interazione di questi diversi soggetti e quindi anche la valutazione delle idee innovative e delle loro reali potenzialità di sviluppo imprenditoriale e di mercato. Questo *gap* è alimentato da una normativa che impedisce, di fatto, la mobilità dei

ricercatori dall'ambito accademico a quello industriale, e viceversa. I tentativi di porre in essere nuovi meccanismi non hanno offerto finora concreti risultati. La mancanza di obiettivi e di linguaggi comuni alle diverse realtà sono infine alla base dei numerosi ostacoli che hanno finora impedito il processo di collaborazione.

La risorsa più scarsa non è oggi il capitale finanziario quanto, piuttosto, il capitale umano, o meglio la possibilità concreta di valorizzare il capitale umano. La mancanza di risorse umane preparate si avverte sia all'interno delle strutture organizzative proprie degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, che all'interno dei principali istituti di ricerca. In questo secondo caso, si lamenta, in particolare, la mancanza di persone che sappiano sfruttare le competenze maturate nel comparto della ricerca per applicazioni a scopi imprenditoriali. Ciò si riflette nell'assenza di un approccio corretto alla proprietà intellettuale, da cui scaturisce il modesto numero di brevetti registrati a fronte di una consistente spesa pubblica e di una produzione di letteratura scientifica e tecnologica in molti casi rilevante. A ciò si aggiunga la mancanza di regole precise e di adeguati meccanismi che regolino il ritorno economico per il ricercatore e per l'organismo per il quale opera.

Un ulteriore ostacolo da rimuovere è rappresentato dalla struttura legislativa e istituzionale che rende difficile la collaborazione tra *venture capitalist* e ricercatori che lavorano nelle università od in altre strutture pubbliche, anche se qualche passo avanti si nota negli anni più recenti.

Che questi due importanti attori del processo di sviluppo tecnologico – il capitale umano e quello finanziario – non siano in grado di attivare un dialogo costruttivo, determina un grave scompensamento del nostro sistema rispetto a quelli più evoluti e rispetto alle sfide che dobbiamo affrontare ed alle possibilità che possiamo cogliere.

Un altro ostacolo allo sviluppo di un più significativo numero di *start-up* tecnologici, è rappresentato dalla mancanza di strutture dedicate all'*audit* tecnologico dei progetti imprenditoriali. Nei Paesi più avanzati tale funzione è svolta dai *venture capitalist* specializzati, o, prima ancora, dai cosiddetti "incubatori", in grado di effettuare una selezione offrendo agli investitori progetti già valutati dal punto di vista delle tecnologie. Ciò nonostante, alcune nicchie d'avanguardia hanno potuto svilupparsi in Italia e consolidare i propri mercati a livello mondiale.

Il ritardo accumulato dal nostro Paese in tale ambito è riscontrabile, sul fronte quantitativo, da alcuni indicatori di facile lettura:

- D. introdurre forti incentivi fiscali, quali la completa deducibilità dell'ammontare investito, nei fondi chiusi dedicati esclusivamente agli investimenti in *start-up* tecnologici;**
- E. creare accordi stabili di scambio di conoscenze ed esperienze nell'ambito dell'innovazione tecnologica e della creazione di imprese, favorendo alleanze tra operatori del nostro Paese e quelli di Paesi più sviluppati dal punto di vista del *know how* e della ricerca tecnologica (come Israele), per lo sviluppo delle corrispondenti attività.**

In particolare, visti i positivi rapporti che A.I.F.I. ha instaurato con alcuni importanti istituti di ricerca israeliani, si ritiene che la creazione di *partnership* con gli stessi possa rappresentare un primo passo per l'applicazione, anche nel nostro Paese, dei meccanismi di partenariato tra ricerca, finanza e realtà professionali che hanno caratterizzato il successo del modello israeliano.

Il nostro Paese, in tali *partnership*, potrebbe fornire un contributo sul versante della capacità di risparmio, delle potenzialità di consumo, dell'utilizzo dei prodotti e del supporto alle imprese per affrontare le fasi preparatorie al processo di quotazione, ed anche, almeno in alcuni casi, in valide capacità di ricerca e giovani talenti desiderosi di cimentarsi in ambienti di ricerca meno asfissianti del nostro.

La nostra proposta, quindi, si sintetizza nell'intenzione di promuovere contatti continuativi e reciprocamente vantaggiosi anche con centri internazionali di ricerca e segnatamente con quelli israeliani, cosa già in atto.

L'utilizzo dei modelli collaudati nella realtà internazionale (gli esempi più significativi si individuano in USA, in Germania e in Israele) è auspicato anche al fine di risolvere, in modo trasparente, il rapporto tra ricercatore e istituto di ricerca, superando le impostazioni vetero-burocratiche nelle quali si avvolge il nostro legislatore.

Si riporta, di seguito, a titolo di esempio, uno schema riassuntivo delle caratteristiche di uno dei principali centri di ricerca israeliani.

LE CARATTERISTICHE OPERATIVE DEL WEIZMANN INSTITUTE

Yeda – Brevetti

Yeda è una società situata all'interno del campus universitario avente lo scopo di fornire consulenza legale e manageriale agli scienziati che intendono avviare nuove società sulla base delle loro scoperte.
--

Fondo privato di <i>venture capital</i>
--

L'Istituto ha sottoscritto un accordo biennale con il fondo di <i>venture capital Pamot</i> che ha il diritto di <i>first look</i> sui progetti prodotti dagli scienziati e che, contemporaneamente, ha l'impegno di investire i capitali necessari per finanziare gli <i>spin off</i> , per un totale di mezzi a disposizione pari a 40 Miliardi di Lire.
--

Un'importante caratteristica di tale accordo è quella di prevedere la possibilità che lo scienziato continui a fare lo scienziato, godendo delle <i>royalties</i> provenienti dall'impresa fondata sulle sue idee (pari al 40% dei proventi), ma lasciando la gestione a manager privati, reclutati dal fondo.
--

- F. Istituire una Commissione che, unendo varie competenze di persone autorevoli fortemente interessate allo sviluppo della ricerca ed al superamento delle barriere burocratiche che rendono difficile una corretta interazione fra ricerca, università, imprese e *venture capital*, si proponga l'obiettivo di elaborare proposte concrete e specifiche di mutamento degli assetti legislativi, regolamentari e istituzionali che umiliano la capacità del Paese in questo settore di vitale importanza.**

La Commissione è già stata istituita e ringrazio le personalità che, con entusiasmo, hanno dato la loro disponibilità a far parte della stessa: Giampio Bracchi (Prorettore Politecnico di Milano), Sergio Dompè (Imprenditore, Presidente Assobiotec), Mario Garraffo (Esperto finanziario internazionale, Trustee John Hopkins University), Luciano Gattinoni (Direttore Scientifico Ospedale Maggiore di Milano), Gianni Locatelli (Commissario Straordinario Istituto dei Tumori), Girolamo Sirchia (Primario Centro di Trasfusioni ed Immunologia dei Trapianti Ospedale Maggiore di Milano, Assessore Affari Sociali Comune di Milano), Renato Ugo (Presidente A.I.R.I., Associazione Italiana per la Ricerca Industriale), Marco Vitale (Presidente A.I.F.I., Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio), e avrà, quale Segretario, Claudio Carlone (Presidente Hypothesis). Inoltre sono stati invitati a partecipare due importanti esperti legali, dai quali siamo in attesa di conferma.

L'abbiamo denominata, con un'intenzione non provocatoria ma ben augurante: C.c.S.I. (Commissione contro lo Sperpero dell'Intelligenza).

2. L'UTILIZZO DI RISORSE FINANZIARIE PUBBLICHE PER INVESTIMENTI IN CAPITALE DI RISCHIO: I FONDI CHIUSI PER LO SVILUPPO

Il problema

L'esigenza di aggregare ed indirizzare risorse verso investimenti in imprese operanti in settori e/o aree geografiche scarsamente sviluppate richiede l'utilizzo di strumenti specifici in grado di stimolare la partecipazione di capitali privati ad investimenti che non sarebbero altrimenti scelti da investitori esclusivamente privati.

Al fine di canalizzare risorse finanziarie verso specifiche aree e categorie di imprese che per le loro caratteristiche non sarebbero, almeno inizialmente, in grado di attirare tali capitali, occorre pertanto prevedere uno strumento coerente con le strutture tipicamente adottate per questo tipo di iniziative e quindi comprensibile e valutabile da parte degli investitori istituzionali italiani e internazionali ed in grado di attrarre in parallelo ai capitali pubblici, anche i capitali privati.

In queste situazioni il capitale pubblico può essere prezioso, per sviluppare investimenti in attività "difficili" o in zone "difficili" (una parte del nostro Mezzogiorno). L'utilità del capitale pubblico è dimostrata dall'esperienza americana degli anni '60-'70 e dall'esperienza israeliana. Ma, conformemente a quanto raccomandato dalla *European Venture Capital Association*, qualsiasi forma di intervento pubblico nel settore del *private equity* e *venture capital*, deve realizzarsi attraverso l'utilizzo di strumenti tipici del mercato privato e in forma coordinata con gli operatori di tale mercato, al fine di evitare dannosi effetti di "spiazzamento" e di assicurare metodologie e comportamenti professionali.

La soluzione proposta

La proposta di A.I.F.I. prevede:

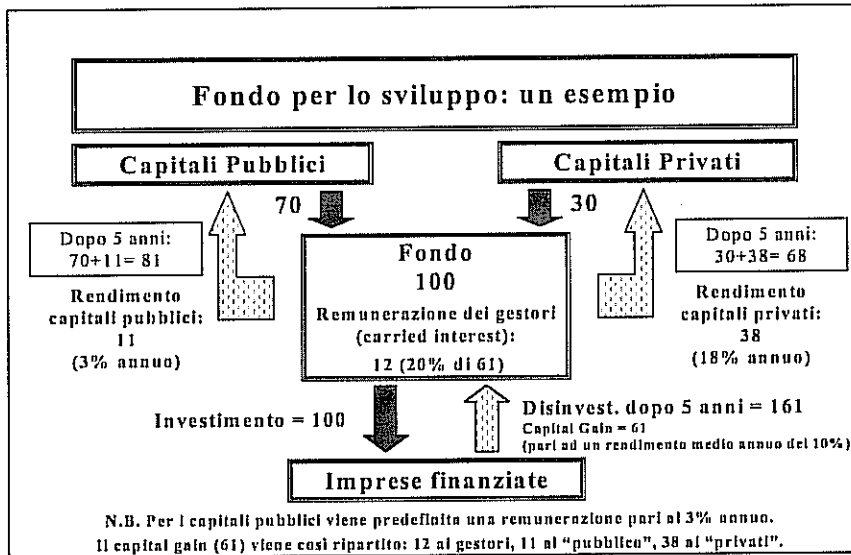
- **la creazione degli F.C.S., Fondi Chiusi per lo Sviluppo, caratterizzati dalla partecipazione mista pubblico/privato, preferibilmente, per semplici ragioni di attuabilità, su base regionale. Il coinvolgimento di capitali e competenze private nella**

gestione di strumenti di investimento pubblici rappresenta la sola garanzia per un'efficiente allocazione di risorse alle imprese.

Il nuovo strumento di investimento dovrebbe, in particolare, avere le seguenti caratteristiche:

- *natura del fondo*: deve trattarsi di fondi specializzati per settore industriale, per tecnologia o per area geografica, con un patrimonio compreso fra i 50 ed i 100 miliardi di lire sottoscritti in parte con capitali pubblici e in parte da investitori istituzionali privati;
- *selezione dei gestori*: la selezione dei gestori dovrà avvenire tramite un bando di gara internazionale i cui criteri fondamentali di selezione dovranno fare riferimento all'esperienza specifica e al "*track record*" maturato nell'attività di investimento nel capitale di rischio (in Italia ed eventualmente all'estero), e soprattutto alla professionalità ed esperienza specifica delle persone che si occuperanno direttamente dell'attività di investimento, valorizzazione e disinvestimento;
- *remunerazione dei capitali investiti*: le strutture e le tipologie di remunerazione devono essere in linea con gli standard internazionali. Gli eventuali guadagni realizzati (*capital gain* e dividendi distribuiti) dovranno essere suddivisi in modo da premiare in particolar modo la partecipazione dei capitali privati e la società di gestione, garantendo alle risorse pubbliche un rendimento, anche se ridotto;
- *copertura dei costi di gestione del fondo*: alla società di gestione del fondo dovrebbe essere inoltre riconosciuta una commissione annuale (*management fee*) in una logica di pura copertura dei costi, poiché la reale remunerazione del gestore deve essere rappresentata dai guadagni in conto capitale realizzati dal fondo.

Il sostanziale incentivo previsto dal nuovo strumento a favore degli investitori privati è rappresentato dalla suddivisione non paritetica, tra capitale pubblico e privato, dei guadagni realizzati dal fondo, di cui si riporta, di seguito, uno schema esemplificativo.



3. LE OPERAZIONI DI TURNAROUND

Definizione e ruolo delle operazioni di *turnaround*

Con l'espressione *turnaround financing* si fa riferimento ad interventi effettuati da investitori istituzionali nel capitale di rischio di imprese in situazione di crisi.

In tali situazioni, l'intervento di un investitore finanziario specializzato rappresenta spesso un efficace, se non l'unico, rimedio per salvare l'impresa e riavviarla verso un nuovo ciclo di sviluppo, evitando distruzione di ricchezza e negative conseguenze sociali.

Il problema

Nelle operazioni di *turnaround* il compito attribuito all'investitore consiste nell'assunzione della guida dell'impresa attraverso la gestione diretta di tutte le fasi connesse alla ristrutturazione e al rilancio dell'attività.

Questo intervento può avvenire in due distinte fasi:

1. quando la situazione aziendale presenta notevoli problemi, ma non tali da richiedere l'avvio di procedure concorsuali;
2. quando ormai risulta inevitabile la presentazione ai creditori di una proposta di concordato (L.F. art. 124), ovvero è necessario procedere con la procedura fallimentare.

Nel primo caso, l'intervento consiste quasi sempre in un aumento di capitale sociale, per immettere nell'impresa risorse finanziarie fresche destinate ad un tentativo di recupero dell'operatività dell'impresa in crisi. Con riferimento alla seconda fase, trattandosi di procedura giudiziale, l'impresa viene acquisita attraverso il Tribunale Fallimentare competente, con le caratteristiche e le modalità tecniche previste per questo genere di interventi. L'investitore finanziario, o gli investitori finanziari, a questo punto, vengono a trovarsi quali azionisti di riferimento ed il loro ruolo diventa delicato e carico di responsabilità di natura giuridica, oltre che di natura organizzativa, gestionale ed imprenditoriale.

Mentre le operazioni di *turnaround* in Europa attirano già capitali istituzionali significativi e rientrano nell'ottica delle operazioni di *venture capital* e *private equity*, in Italia esse hanno ancora scarso seguito, soprattutto a causa dei problemi legati alle procedure concorsuali.

Dal momento che l'esigenza di rilanciare aziende in crisi è ormai divenuta sempre più forte, sistematica e ricorrente, non si comprende la ragione per la quale, in quest'area, siano state previste misure specifiche, finalizzate al rilancio delle imprese, esclusivamente per le grandi imprese insolventi.

A.I.F.I. ritiene che la *ratio* di tali disposizioni, finalizzate alla conservazione del patrimonio produttivo mediante la prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali, debba potersi applicare anche alle imprese minori che sono così ampiamente rappresentative del tessuto imprenditoriale italiano.

La soluzione proposta

Alla luce delle considerazioni appena svolte, A.I.F.I. propone di:

- A. ampliare l'applicabilità di quanto previsto dal decreto legislativo 8.7.1999 n. 270 (cosiddetta Legge Prodi) in tema di amministrazione straordinaria delle imprese in stato di insolvenza, eventualmente rivisto e corretto in base all'esperienza maturata, alle imprese di piccole e medie dimensioni;**
- B. facilitare la diffusione dell'istituto dell'affitto di impresa, prevedendone esplicitamente la possibilità di utilizzo (e regolandone alcuni punti problematici) con riferimento ad aziende in crisi.**

Tale istituto ben si adatta ad investimenti di *turnaround*, dal momento che si prevede che l'impresa che prende in affitto l'azienda altrui non debba rispondere dei debiti contratti dall'imprenditore originario.

- C. Modificare l'art. 90 della Legge Fallimentare, riguardante l'esercizio provvisorio dell'impresa fallita, introducendo la possibilità che società per azioni, individuate dal Tribunale Fallimentare e in grado di fornire idonee garanzie, per un periodo variabile tra 6 mesi e un anno, gestiscano direttamente l'azienda, in luogo del curatore che, secondo la normativa vigente, risulta essere l'unico soggetto preposto a tale compito.**

L'attuale struttura della procedura fallimentare risulta, infatti, assolutamente obsoleta. In virtù di quanto in essa previsto i curatori, appena nominati, si affrettano a licenziare il personale facendo quindi cessare l'attività ed azzerando l'avviamento commerciale. Per timore di incorrere in responsabilità civile e penali, curatori e giudici delegati non ricorrono praticamente mai all'esercizio provvisorio previsto

dall'art. 90 "... *quando dall'interruzione improvvisa può derivare un danno grave e irreparabile*". L'istituto non viene utilizzato poiché comporta la gestione diretta dell'azienda da parte del curatore, generalmente non idoneo a condurre un'impresa.

- D. Regolare in modo non equivoco gli aspetti problematici della cessione d'azienda da parte della procedura, soprattutto in materia di rapporti di lavoro, in modo che il cessionario che si impegna a rilevare l'azienda in crisi per rilanciarla possa conoscere e programmare, con assoluta certezza, il numero e l'onere dei dipendenti di cui la nuova gestione si farà carico.**

4. DI ALCUNI GRAVI PROBLEMI LEGALI SULLA RESPONSABILITÀ DEI CONSIGLIERI DI AMMINISTRAZIONE, IN PARTICOLARE NELLE OPERAZIONI DI START-UP

Il problema

L'ordinamento italiano, sia in tema di diritto societario che fallimentare, e, più recentemente, di diritto finanziario, contiene un sistema sanzionatorio particolarmente gravoso, con aspetti che possono essere definiti primitivi.

Ciò rappresenta certamente un problema generale. Ma esso rappresenta anche un problema particolare per il *venture capital* e, soprattutto, per gli *start-up*, che rappresentano imprese, per definizione, rischiose. Il nostro ordinamento è anche qui un ordinamento dei creditori, non dell'impresa e dell'imprenditorialità. Perciò l'imprenditore che si impegna sulle frontiere più rischiose è, per definizione, penalizzato e, spesso, molto ingiustamente castigato. E, con lui, coloro che l'hanno seguito e appoggiato nella sua rischiosa impresa. Ma se truffare o svolgere con superficialità i propri compiti di amministratore è un male dal quale l'ordinamento deve proteggersi, fallire, senza dolo e senza colpa, ma solo perché l'impresa era rischiosa e non è riuscita, non è un male di per sé. È solo una disavventura in una attività di per sé, per definizione, rischiosa.

Questa impostazione punitiva viene esaltata dalla giurisprudenza che ha, in questa materia, un approccio generalmente rigorosissimo e che tende, quasi sempre, a configurare una specie di responsabilità oggettiva per amministratori e sindaci di un'impresa fallita, a prescindere dalle loro effettive responsabilità personali e dal diverso ruolo dei vari soggetti.

Un altro aspetto importante per gli *start-up* riguarda la responsabilità civile illimitata degli amministratori, in caso di capitale negativo, derivante dal combinato disposto dagli articoli 2448 e 2449 Cod. Civ., per le obbligazioni assunte nel periodo in cui il capitale è negativo. Gli *start-up* hanno spesso un capitale modesto anche per permettere al neo-imprenditore, normalmente persona dotata di idee, di progetti e di capacità, ma non di capitale, di assumere nel capitale dell'impresa una quota importante. Contestualmente, gli *start-up* devono sostenere rilevanti spese di ricerca in una fase iniziale nella quale i ricavi sono, ovviamente, insufficienti.

Si tratta, dunque, di società, per definizione, naturalmente in perdita. Sul piano civilistico, in genere, il problema si risolve capitalizzando le spese di ricerca. Ma cosa succede e come verranno lette dai nostri feroci giudici queste spese di ricerca capitalizzate se l'impresa dovesse andare male?

Peraltro il legislatore della legge delega di riforma delle società di capitali (Pdl n. 6751 presentata alla Camera il 10-2-2000 e Ddl n. 4540 presentato al Senato il 17-3-2000) si dimostra, ancora una volta, attento e consapevole del problema, quando all'art. 10, par. g), stabilisce "... *in caso di riduzione del capitale (per perdite) al di sotto del limite legale, salvo lo scioglimento della società se questa è insolvente, devono essere previsti un rafforzamento degli obblighi di informazione ...*".

Una terza area delicatissima è stata introdotta dalla recente normativa finanziaria (Decreti approvati in attuazione della cosiddetta Legge Draghi), secondo la quale determinati eventi societari fanno automaticamente ed oggettivamente venir meno i requisiti di onorabilità e professionalità richiesti dalla legge per ricoprire cariche sociali e di direzione generale in società finanziarie e di gestione del risparmio regolamentate.

La prassi consolidata, anche a livello internazionale, prevede l'inserimento di un rappresentante delle società di *venture capital* nel Consiglio d'Amministrazione delle imprese partecipate, al fine di poter meglio verificare l'andamento della società e contribuire alle principali scelte strategiche. Per la gravità borbonica dell'insieme del sistema sanzionatorio italiano, i dipendenti degli investitori istituzionali esprimono una naturale ritrosia ad impegnarsi direttamente nei CdA delle società partecipate (in particolare in quelli di società neonate), proprio nel timore delle implicazioni legali appena citate.

La soluzione proposta

Ci rendiamo conto che la materia è difficile e delicata e che le implicazioni sono molto complesse. Noi, tuttavia, non possiamo non richiedere al legislatore italiano di porre mano alla complessa materia, perché osserviamo sul campo come il tradizionale impianto sanzionatorio ostacoli la nascita di nuove imprese, diminuisca la disponibilità ad assumersi responsabilità, spesso punisca ingiustamente non chi ha fatto dolosamente o colposamente del male, ma solo chi ha osato, come i tempi e le nuove sfide richiedono.

Abbiamo bisogno di un diverso e nuovo equilibrio tra i creditori e gli intraprenditori, tra chi ha le cose e chi ha la conoscenza e la voglia di assumersi dei rischi.

È questo del resto un principio al quale il legislatore già si è mostrato sensibile quando, nel Disegno di legge per la legge delega di riforma delle società, stabilisce che la riforma della disciplina sulle società di capitali deve (art. 2, comma 1, par. a) *“perseguire l’obiettivo prioritario di favorire la crescita e la competitività delle imprese, agevolando la costituzione e la gestione delle società e riducendo i costi di contrattazione e di finanziamento”*.

Con tutte le cautele del caso e consapevoli della complessità della materia, noi, dunque, qui più che indicare soluzioni, indichiamo degli spunti di lavoro ed approfondimento:

A. sullo spunto dell’art. 8, par. c), della proposta di legge n. 6751 (presentata alla Camera) e del disegno di legge n. 4540 (presentato al Senato) per la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative che, opportunamente, introduce il principio della distinzione, sotto il profilo della responsabilità, tra amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche ed altri, è necessario regolamentare con chiarezza ed equità tutta questa materia, tenendo conto non solo dell’esigenza di tutela dei creditori, ma del fatto che il diritto ad intraprendere è anch’esso un diritto che va tutelato e non scoraggiato. Dunque, in assenza di dolo specifico e in presenza di gestione, pur non di successo, ma condotta con diligenza professionale, un ordinamento non barbaro dovrebbe escludere responsabilità penali e civili di natura personale.

Molti problemi potranno essere risolti dall’applicazione dell’art. 8, par. e), della citata legge delega di riforma delle società di capitali che, molto opportunamente, prevede la possibilità di *“... nominare, quali amministratori o componenti dell’organo di gestione, persone giuridiche”*.

Di grande interesse anche l’art. 14, par. f), della stessa legge delega, che stabilisce che la legge delegata dovrà *“prevedere che gli amministratori delle società dominate debbano eseguire le direttive dell’impresa controllante, anche se pregiudizievoli, e siano esentati da responsabilità per il pregiudizio subito dalla società dominata”*. Chiediamo che si studi la possibilità che questa norma venga estesa anche agli amministratori rappresentanti di un investitore istituzionale, ancorché non si configuri un rapporto di dominanza, perché la fattispecie prevista dalla norma rispecchia perfettamente anche queste posizioni.

- B. Sempre nella prospettiva della nuova legge sulle società, si dovrebbe valutare con attenzione la possibilità di ammettere che la responsabilità della società resti limitata alla società, anche in caso di patrimonio netto temporaneamente negativo, come è in altri ordinamenti.**

Inoltre e più in particolare, per gli *start-up*, potrebbe essere utile introdurre nelle norme che regolano il bilancio, una disciplina esplicita del trattamento delle spese di ricerca. Certamente questa norma introdurrebbe un ulteriore elemento di rigidità e di arbitrarietà, come è di tutte le norme che regolano le poste di bilancio. Ma la contropartita sarebbe di avere un po' più di certezza e tutela giuridica per gli *start-up* e, soprattutto, per i più rischiosi, quelli che hanno un elevato livello di spese di ricerca.

- C. Formuliamo, invece, con molta minore cautela la richiesta di una revisione urgente dell'impianto sanzionatorio dei decreti approvati in attuazione della Legge Draghi (DM 11.11.98 nn. 468, 469, 471, 472).**

Questa normativa, infatti, che prevede la perdita dei requisiti di onorabilità e professionalità come fatto automatico, in dipendenza di determinati eventi societari, con automatica decadenza o impedimento a cariche sociali e di direzione in società finanziarie e di gestione del risparmio regolamentate, è, al di là di ogni possibile dubbio, sotto questo profilo, una normativa primitiva, rozza, probabilmente incostituzionale e disincentivante.

5. LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY-OUT

Definizione e ruolo delle operazioni di *leveraged buy out*

Il *leveraged buy out* (LBO) è un'operazione di carattere finanziario finalizzata all'acquisto di partecipazioni societarie (totalitarie o di controllo), ovvero del patrimonio della società obiettivo dell'operazione (la cosiddetta società *target*), mediante il prevalente ricorso, da parte degli acquirenti, al capitale di debito.

In linea generale, il ruolo delle operazioni di LBO all'interno del contesto della finanza aziendale può essere ricondotto a due principali ordini di obiettivi:

1. l'acquisto di partecipazioni in imprese non quotate da parte di investitori istituzionali specializzati;
2. in tempi più recenti, il riacquisto di società quotate, da parte dei soggetti di cui sopra, con contestuale uscita delle stesse dalla Borsa.

Di fatto, le operazioni di LBO hanno in entrambi i casi una funzione importante nella riallocazione della proprietà, e nella creazione di un vero e proprio mercato delle aziende, in quanto consentono, con l'intervento degli investitori istituzionali specializzati, l'acquisizione di imprese da parte di soggetti meritevoli, i quali possono non essere in possesso di mezzi sufficienti: il riferimento specifico è ai manager e, talora, ai lavoratori dell'impresa, ossia alle categorie più direttamente coinvolte nelle dinamiche produttive e gestionali dell'azienda. L'intervento di acquisizione, da parte di questi soggetti, si realizza in situazioni che si presentano come momenti di rottura nella vita aziendale.

Più specificamente, lo strumento LBO può assumere un ruolo risolutivo nell'ambito delle problematiche legate:

- a) alla successione dell'azienda, in occasione di passaggi generazionali;
- b) alla acquisizione dell'azienda da parte di gruppi manageriali, capaci di portare nuove energie imprenditoriali e nuove idee;
- c) ai processi di privatizzazione di aziende o rami di queste ancora in mano alla sfera pubblica;
- d) ad interventi in fasi critiche che, per essere superate, richiedono una nuova formula imprenditoriale e proprietaria.

Per tutti questi motivi, non esitiamo a definire il *leveraged buy out* un tipo di operazione *socialmente utile*, nella misura in cui l'efficiente allocazione delle risorse è considerato un obiettivo socialmente desiderabile.

A livello internazionale la tecnica del *leveraged buy out* ha rappresentato uno strumento fondamentale per lo sviluppo del mercato del *private equity* e per la mobilità aziendale, impegnando una quota importante delle risorse finanziarie a disposizione degli investitori istituzionali nel capitale di rischio. Ogni anno, in Europa vengono realizzate oltre 1.500 operazioni di *buy out*, con uno storico primato del Regno Unito (832 operazioni nel '98), ma anche con mercati come quello della Francia e della Germania che superano le 350 operazioni, nel primo caso, e le 100 nel secondo. In tale contesto, il mercato italiano si attesta intorno alle 50 operazioni annue.

Il problema

Nel nostro ordinamento, il contesto giuridico in cui si inserisce il *leveraged buy out* (LBO) è delicato, per l'articolato e non chiarissimo sistema di norme che vengono ad essere coinvolte.

Nello specifico, vi sono alcune norme che rendono incerto l'utilizzo di questo strumento, riflettendosi in modo particolare sulla liceità dello stesso (artt. 2357, 2358, 2483 c.c.), nonché sulla possibilità di configurare il *leveraged buy out* come un negozio in frode alla legge (art. 1344 c.c.).

La dottrina si è soffermata, soprattutto, sull'art. 2358 c.c. in quanto le operazioni di LBO sembrano violare tale dispositivo, che "*vieta alle società di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie*". In realtà, si ritiene che una volta deliberata la fusione per incorporazione della target nella *Newco*, le azioni della prima vengano annullate e la stessa società acquisita cessa di esistere.

Il testo degli articoli 2358 e 2483 c.c. (art. 2483: operazioni sulle proprie quote: "*in nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia le proprie quote, ovvero accordare prestiti o fornire garanzie per il loro acquisto o la loro sottoscrizione*") è stato modificato dal D.p.r. del 10 febbraio 1986 n. 30 a seguito della II Direttiva CEE n. 77/91 del 13.12.1976 che all'art. 23 così dispone:

1. "*Una società non può anticipare fondi, né fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo.*"
2. "*Il paragrafo 1 non si applica agli atti negoziali effettuati nell'ambito delle operazioni correnti delle banche e di altri istituti finanziari, né alle*"

operazioni effettuate per l'acquisizione di azioni da parte del o per il personale della società o di una società collegata a quest'ultima. Questi atti negoziali e queste operazioni non possono tuttavia avere l'effetto che l'attivo netto della società scenda al di sotto dell'importo di cui all'art. 15, paragrafo 1, lettera a.

3. *Il paragrafo 1 non si applica alle operazioni effettuate per l'acquisizione di azioni di cui all'art. 20, paragrafo 1 lettera H."*

In secondo luogo, la stessa dottrina ritiene di poter far ricorso alla nozione di negozio in frode alla legge ai sensi dell'art. 1344 c.c., in quanto, il LBO sarebbe diretto ad eludere norme imperative, realizzando, mediante una serie negoziale in sé del tutto legittima, un fine vietato dalla legge. Partendo dal presupposto che la fusione sia un procedimento caratterizzato dalla funzione tipica di concentrazione delle imprese, ogni volta che non si persegua tale finalità, l'intento fraudolento sembra prevalere.

I precedenti giurisprudenziali, purtroppo, non costituiscono per gli operatori del settore un valido orientamento ai fini della individuazione dei presupposti e delle condizioni di liceità delle operazioni di LBO. Viene, infatti, proposta una vaga impostazione "casistica" che impedisce a chi si accinge a realizzare un'operazione di LBO, di avere certezza delle conseguenze giuridiche delle proprie iniziative.

Inoltre, nell'ambito di una recente sentenza della Corte di Cassazione (V Sezione penale, n.5503 del 4 febbraio 2000) è stato esplicitamente affermato, in termini generali, che "*l'istituto del LBO, sorto negli Stati Uniti d'America ..., non è importabile in Italia, ostando il principio fissato nell'art. 2358 Cod. Civ. ...*", creando ulteriori dubbi sull'applicabilità dello strumento, perlomeno nei casi in cui esso è ritenuto essere in contrasto con l'art. 2358 C.C.

La soluzione proposta

Al fine di poter diffondere anche in Italia l'utilizzo della tecnica di LBO, consentendo, agli operatori che se ne avvalgono, di agire, con tranquillità e sicurezza, in conformità alla legge, A.I.F.I.:

- A. promuove pienamente e auspica una rapida approvazione dell'art. 19, comma 2, della proposta di legge n. 6751 e del disegno di legge n. 4540, riguardanti la Delega al Governo per la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative, dove viene enunciato che:**

“... Le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie”, chiarendo in tal modo la liceità delle operazioni di *leveraged buy out*;

B. propone ai rappresentanti dell'Unione Europea:

- di prendere in considerazione l'emanazione di un provvedimento integrativo delle Direttive 92/101/CEE, 77/91/CEE in materia societaria, che riconosca la liceità dell'impiego dello strumento finanziario del LBO alla luce del diritto comunitario, ovvero
- di emanare una comunicazione esplicativa che riconosca la liceità dell'impiego dello strumento finanziario del LBO alla luce del diritto comunitario.

6. LE PROBLEMATICHE FISCALI

Al di là del positivo orientamento verso il capitale di rischio, più volte dichiarato dall'attuale Ministro delle Finanze, e al di là del fatto che, sul fronte della mobilità aziendale ed azionaria e dei *capital gain*, si è raggiunto un sistema equilibrato, il nostro sistema fiscale è ancora influenzato organicamente da un pensiero che è strutturalmente in contrasto con il mondo del *venture capital* e *private equity*.

Il sistema fiscale italiano, infatti, privilegia strutturalmente le imprese a più alto capitale investito per unità di prodotto, penalizzando così il rendimento del capitale. A ciò si aggiungano gli effetti conseguenti all'introduzione di alcune imposte (in particolare l'IRAP) che gravano principalmente sulle imprese di tipo "*brain intensive*", quelle cioè a più elevato contenuto tecnologico e/o innovativo.

Il mondo del *venture capital* e *private equity*, invece, cerca di stimolare un più elevato rendimento del capitale, un utilizzo più efficiente dello stesso ed imprese dove il fattore "*brain*" sia più rilevante del fattore capitale. Quindi l'equazione "capitale alto = impresa buona" non appartiene al pensiero del *venture capital* e *private equity*, per il quale la capacità e la volontà imprenditoriale fa premio sul puro possesso del capitale. È questa impostazione che permette la creazione ed il decollo di nuove imprese, anche se dotate di modesto capitale ed anche grazie all'utilizzo della leva finanziaria, e che riapre spazio per il decollo imprenditoriale di zone a sviluppo ritardato come gran parte del nostro Mezzogiorno.

Tali modalità di impiego del capitale risultano da noi attualmente penalizzate dal punto di vista fiscale, mentre vengono fortemente avvantaggiate le imprese più patrimonializzate. In pratica, i più "ricchi" e quelli che hanno guadagnato di più in passato sono giudicati dal sistema fiscale migliori degli altri, od almeno meritevoli di un onere fiscale minore. Ciò non è a favore delle nuove imprese, né del decollo dei territori in ritardo di sviluppo, né dello sviluppo della "*new economy*" e dei presupposti dell'attività di investimento nel capitale di rischio in senso lato.

Risulta quindi necessario bilanciare l'evidente favore fiscale riservato ai più ricchi con misure *ad hoc* per le nuove imprese e le nuove iniziative.

In tale prospettiva vanno valutate le proposte A.I.F.I.

6.1 LA FISCALITÀ DEI FONDI CHIUSI

Definizione e ruolo dei fondi chiusi

I fondi di investimento mobiliari chiusi sono intermediari finanziari che, attraverso l'emissione di quote, raccolgono capitali al fine di gestirli professionalmente. Tali fondi sono un veicolo sia per l'investimento collettivo del risparmio, sia per la raccolta di risorse provenienti da investitori istituzionali e imprese. I fondi hanno autonomia patrimoniale e, dunque, costituiscono un patrimonio distinto rispetto a quello dei partecipanti e a quello dei gestori.

Si differenziano dai fondi "aperti" per il fatto che non prevedono la possibilità ai partecipanti di "entrare" mediante la sottoscrizione di nuove quote ed "uscire" mediante il riscatto di queste ultime, in qualsiasi momento. Tale caratteristica rende questo strumento particolarmente idoneo a investimenti di medio-lungo periodo, tipici dell'attività di *private equity* e *venture capital*.

Il problema

Le recenti disposizioni normative e regolamentari, che hanno introdotto una nuova disciplina per i fondi mobiliari chiusi di diritto italiano, hanno garantito una maggiore flessibilità operativa allo strumento e rappresentano un sistema competitivo sul piano internazionale. Tuttavia, i provvedimenti di natura fiscale successivamente adottati hanno nuovamente allontanato la nostra regolamentazione dalla prassi internazionale e sono fonte di preoccupazione per gli operatori del settore.

In particolare, l'aliquota fiscale, applicata sui proventi percepiti dai fondi con meno di 500 sottoscrittori, è passata dal 12,5% al 27%, nel caso di cessione di partecipazioni qualificate che il legislatore ha determinato nella misura del 10% per quelle negoziate su mercati regolamentati e del 50% per le altre partecipazioni.

Dal momento che i fondi mobiliari chiusi che investono nelle imprese detengono spesso partecipazioni di maggioranza e quelli riservati ad investitori istituzionali difficilmente vengono sottoscritti da più di 500 soggetti, risulta chiaro che la normativa appena approvata si applicherà alla quasi totalità dei nuovi fondi chiusi che hanno avviato le nuove procedure di autorizzazione presso la Banca d'Italia.

Infine, il provvedimento si applica esclusivamente ai sottoscrittori italiani che, di conseguenza, si allontaneranno da tale strumento.

La soluzione proposta

L'unica soluzione applicabile sembra essere:

- **riportare l'aliquota fiscale sui proventi del fondo al precedente livello del 12,50%.**

In via subordinata A.I.F.I. propone come quota minima di sottoscrittori, al di sotto della quale applicare l'aliquota del 27%, il numero di 10, qualora si tratti di operatori qualificati, e il numero di 100 qualora l'offerta sia rivolta al pubblico. Ciò escluderebbe il rischio di una strumentalizzazione del fondo chiuso per le cosiddette "finalità elusive", che sembra essere la preoccupazione che ha suggerito l'aumento dell'aliquota. Va anche, peraltro, sottolineato che i meccanismi autorizzativi e la presenza di un'incisiva attività di vigilanza sembra già essere sufficiente garanzia contro questo rischio.

6.2 GLI INCENTIVI FISCALI ALLA QUOTAZIONE IN BORSA

Il problema

L'introduzione, nell'ambito della disciplina sulla DIT, di una norma specifica relativa alle società destinate alla quotazione ha rappresentato un importante segnale di attenzione a questo tema.

Tuttavia, la disposizione agevolativa, anche a causa di alcune sue caratteristiche tecniche, si è rivelata insufficiente rispetto all'obiettivo di incentivare la quotazione.

In particolare, nell'ambito della cosiddetta "SuperDIT", è prevista per le società destinate alla quotazione, aventi un patrimonio netto non superiore ai 500 miliardi di lire, la riduzione, rispettivamente, dell'aliquota Irpeg dal 19% al 7% e dell'aliquota media minima dal 27% al 20%. Tale agevolazione, tuttavia, si traduce, in effetti, in un risparmio d'imposta non particolarmente sensibile, consentendo ben difficilmente il raggiungimento dell'aliquota media minima; in quanto:

- solo le imprese che effettuano una ricapitalizzazione molto forte ottengono una riduzione sensibile dell'aliquota Irpeg;
- l'effetto della riduzione dell'aliquota viene comunque, almeno in parte, annullato dall'aumento della base imponibile (in funzione dell'incremento della redditività del capitale investito e/o della riduzione degli oneri finanziari); questo aspetto ha peraltro una portata particolarmente rilevante proprio per le società quotate.

Sul fronte, invece, delle agevolazioni in capo ai soci dell'impresa quotanda, non esiste, allo stato attuale, alcuna norma che agevoli la cessione delle partecipazioni sociali in fase di quotazione; le plusvalenze realizzate sono quindi soggette all'imposizione Irpeg ordinaria del 37% (ripartibile, in presenza di alcuni requisiti, in più esercizi, fino ad un massimo di 5).

Se si ritiene obiettivo politicamente meritevole quello di incrementare in modo significativo il numero delle società quotate, tenendo conto anche delle premesse generali illustrate sull'impostazione del nostro sistema fiscale, si ritiene necessaria un'incisiva azione di incentivo fiscale, da

attuarsi rispetto alla tassazione sia della società destinata alla quotazione, sia dei soci, nella fase di cessione delle partecipazioni.

In particolare, con riferimento alla prima tipologia di intervento, al fine di raggiungere in breve tempo una massa critica significativa di nuove quotazioni, risulta necessario prevedere un **efficace incentivo fiscale limitato e concentrato nel tempo (per esempio della durata di tre anni e per il solo periodo 2001-2003) e riservato alle imprese di medie e piccole dimensioni**, cioè a quelle che oggi riscontrano le maggiori difficoltà nell'apertura del capitale al mercato borsistico.

Vengono quindi di seguito proposti alcuni interventi che, pur comportando modifiche sostanziali al regime impositivo delle operazioni realizzate in fase di quotazione, si inseriscono comunque nell'attuale assetto della disciplina fiscale, così come delineatosi a seguito della "Riforma Visco".

La soluzione proposta

- A. Relativamente alle agevolazioni per le imprese di nuova quotazione e di non elevate dimensioni (massimo 500 miliardi di patrimonio) è necessario rendere più sensibile la riduzione dell'onere fiscale, attraverso un consistente, temporaneo (per esempio di durata triennale a partire dal 2001), abbattimento dell'aliquota Irpeg.**

Tale risultato potrebbe essere ottenuto tenendo in considerazione non già l'incremento patrimoniale realizzato dalla società (seppur con l'applicazione di un moltiplicatore), bensì l'intero patrimonio netto. In questo modo, si aumenterebbe la base a cui applicare il tasso di rendimento figurativo (attualmente pari al 7%) e quindi la quota di imponibile da assoggettare ad aliquota ridotta, pur mantenendo il limite minimo di una aliquota media del 20%.

Questa modalità di applicazione dell'agevolazione risponderebbe peraltro maggiormente alle stesse finalità della disciplina in esame, che si propone di "... *favorire la capitalizzazione delle imprese ...*", arrecando beneficio a "... *efficienza, rafforzamento e razionalizzazione dell'apparato produttivo*".

Inoltre, in relazione allo specifico settore degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, il cui intervento presso le imprese si articola nel corso di diversi anni, ciò consentirebbe di includere nell'ambito applicativo della norma anche gli interventi di ricapitalizzazione effettuati anteriormente al 1996.

Sarebbe dunque opportuno, al fine di incentivare l'alienazione delle partecipazioni da parte dei soci, ed in particolare degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, consentire l'opzione per l'imposta sostitutiva in relazione a tutte le cessioni effettuate in fase di quotazione.

In particolare, l'opzione dovrebbe essere consentita senza limitazioni, anche indipendentemente dalla percentuale di partecipazione ceduta dal socio o acquisita dal cessionario e senza alcun requisito temporale di detenzione nel periodo antecedente alla cessione.

Detassazione delle plusvalenze reinvestite: la tassazione delle plusvalenze realizzate in fase di collocamento per la quotazione potrebbe inoltre essere sospesa, nel rispetto delle seguenti condizioni:

- l'accantonamento della plusvalenza in un apposito "fondo" in sospensione d'imposta;
- il reinvestimento della plusvalenza, entro un lasso di tempo predeterminato (due-tre anni), in beni strumentali ovvero, con riguardo agli investitori istituzionali nel capitale di rischio, in altre partecipazioni.

“g) rendere possibile l'emissione di azioni riscattabili, nei limiti ed alle condizioni previsti dall'art. 39 della seconda direttiva, nonché l'emissione di strumenti finanziari, partecipativi o non partecipativi, anche con caratteristiche differenti da quelle che la disciplina vigente attribuisce ad azioni ed obbligazioni;

h) ridurre i vincoli all'emissione di strumenti finanziari, rispetto al capitale o al patrimonio o ad analoghi indicatori, anche ove previsti da leggi speciali o da disposizioni di attuazione delle stesse. Per le società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di Paesi membri dell'Unione europea o che quotano in tali mercati detti strumenti finanziari, non sono previsti limiti quantitativi di emissione”.