



SPINAZZI AZZARITA TROI GENITO SCIMEMI

DIALOGHI SUL CAPITALE D'IMPRESA – V EVENTO

I rapporti investitore – searcher – azienda target

Profili societari, contrattuali e fiscali del search fund in Italia

Avv. Matteo Vernizzi

Socio, Studio Legale SAT – Spinazzi Azzarita Troi Genito Scimemi

Confindustria Veneto Est, Marghera – 7 ottobre 2026

AVVERTENZA – Il presente documento ha finalità esclusivamente illustrative e divulgative e non costituisce, né può essere considerato, un parere legale, fiscale o di consulenza di alcun genere. Il contenuto è volutamente sintetico, in ragione della tipologia del documento (supporto a un intervento orale), e non è esaustivo né tiene conto delle specificità di singole operazioni o soggetti. Il quadro normativo e giurisprudenziale richiamato può essere soggetto a evoluzione e a interpretazioni diverse. Prima di assumere qualsiasi decisione è necessario un esame specifico del caso con un professionista. L'autore e lo Studio Legale SAT non assumono alcuna responsabilità per l'uso che venga fatto del contenuto.

Un triangolo di interessi da allineare

Investitori

- Rischio sulla fase di ricerca
- Scelta finale se investire
- Rendimento all'exit
- **Strumenti:** step-up, preferenze, diritti di governance

Searcher

- Tempo e reputazione, poco capitale
- Diventa manager della target
- **Strumenti:** compenso, quota di equity maturata progressivamente (vesting)

Target / imprenditore cedente

- Continuità dell'azienda
- Prezzo e sua certezza
- Tutela di dipendenti e marchio
- **Strumenti:** garanzie, earn-out, vendor loan, reinvestimento

- Nessuna disciplina ad hoc: l'equilibrio è affidato a **statuto, patti parasociali e contratti**
- Tre fasi: **ricerca** (18-24 mesi), **acquisizione e gestione** (4-7 anni), **exit**
- Filo conduttore: per ogni rapporto, quale strumento usare e dove collocarlo (statuto, patto parasociale o contratto)

La scelta del veicolo: srl-PMI o spa?

	Srl-PMI	Spa
Categorie di partecipazioni	Sì: art. 26 DL 179/2012, esteso alle PMI dal DL 50/2017 – <i>quote con diritti diversi, anche di voto</i>	Sì: art. 2348 c.c. – <i>categorie di azioni con diritti diversi; strumenti finanziari partecipativi</i>
Diritti particolari al socio	Art. 2468, co. 3 c.c. – <i>diritti su amministrazione o utili attribuiti al singolo socio, non alla quota</i>	Solo attraverso le categorie di azioni
Riacquisto di partecipazioni	Deroga all'art. 2474 c.c. – <i>divieto per la srl di acquistare proprie quote</i> salvo per piani di incentivazione (PMI)	Art. 2357 c.c. – <i>acquisto di azioni proprie nei limiti di utili e riserve disponibili</i>
Patti parasociali	Durata: dibattuta l'applicazione analogica del limite quinquennale	Art. 2341-bis c.c. – <i>durata massima di 5 anni</i>
Costi e formalità	Più snella; organo di controllo solo sopra soglia	Collegio sindacale obbligatorio
Investitori esteri / exit	Struttura meno familiare agli investitori USA	Più familiare; potrebbe agevolare la cessione a fondi di PE

Prassi italiana: srl-PMI nella fase di ricerca; possibile trasformazione in spa in vista dell'acquisizione o dell'exit.

Perché il search fund non è un fondo (OICR)

- **Perché conta:** la gestione collettiva del risparmio è attività riservata; esercitarla senza autorizzazione è un reato (art. 166 TUF – *abusivismo, reclusione e multa*)
- **Definizione di OICR** (art. 1, co. 1, lett. k) TUF – *patrimonio raccolto tra una pluralità di investitori, gestito “in monte” nell’interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi, secondo una politica di investimento predeterminata*

Requisito dell’OICR	Nel search fund
Gestione in autonomia dagli investitori	Gli investitori sono soci con diritti di governance, nominano amministratori e decidono singolarmente se finanziare l’acquisizione (step-up / opt-out)
Gestione “in monte” di un portafoglio	Nessun portafoglio: il veicolo acquista e gestisce direttamente un’unica impresa
Politica di investimento predeterminata	Esiste solo un criterio di ricerca; la scelta se investire nella target è rimessa al voto dei soci

La raccolta del capitale: offerta privata

- **Offerta al pubblico** (art. 1, co. 1, lett. t) TUF – *ogni comunicazione rivolta a persone che presenti informazioni sufficienti a decidere l’acquisto di prodotti finanziari*
- Il search fund si avvale delle **esenzioni dall’obbligo di prospetto** (art. 1, par. 4, Reg. UE 2017/1129):
 - offerta rivolta solo a **investitori qualificati**
 - offerta a **meno di 150 persone** per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati
- **Srl**: art. 2468, co. 1 c.c. – *le quote non possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*; deroga per le quote di s.r.l. PMI, anche dematerializzate, (art. 26 DL 179/2012) e – fermi i dubbi interpretativi – anche per tutte le s.r.l., tramite portali di crowdfunding (art. 100-ter TUF)
- Alternativa per piccoli investitori: **equity crowdfunding** (Reg. UE 2020/1503 – *portali autorizzati, limiti e tutele per investitori non sofisticati*)
- Riforma del TUF in attuazione della L. 21/2024 (Legge Capitali)

Investitori ↔ searcher: la fase di ricerca

Documentazione

- Statuto del veicolo, eventualmente con categorie di quote
- **Investment and Subscription Agreement:** impegni iniziali di sottoscrizione, budget di ricerca, condizioni
- **Patto parasociale:** in fase acquisitiva per gestire governance, trasferimenti, exit
- **Accordo con il searcher:** compenso, esclusiva, non concorrenza, obblighi informativi

Diritti degli investitori

- **Step-up:** conversione del capitale di ricerca con premio (tipicamente +50%, es. €25k → €37,5k)
- Diritto di opzione sugli aumenti pre-acquisizione (art. 2481-bis c.c. – *diritto dei soci di sottoscrivere in proporzione*)
- **Put** se l'aumento non raggiunge un minimo di adesioni
- Liquidation preference, lock-up, tag / drag along
- Nomina di amministratori e sindaci, materie riservate, veti
- Regola: in statuto ciò che deve essere opponibile, nel patto il resto, anche per ragioni di confidenzialità

Preferenze, opzioni e trascinamento: limiti di validità

Divieto di patto leonino e put

- Art. 2265 c.c. – *nullo il patto che esclude un socio da ogni partecipazione agli utili o alle perdite*
- Cass. n. 17498/2018: valida la **put a prezzo predeterminato** tra soci – il divieto riguarda l'esclusione **totale e costante** dal rischio, e il patto ha una causa di finanziamento meritevole (art. 1322 c.c. – *autonomia contrattuale*)

Liquidation preference

- Ammessa: incide sull'ordine di distribuzione, non esclude il socio dal rischio
- Sono quindi legittime le clausole che attribuiscono priorità nella ripartizione del ricavato di exit o liquidazione
- Distinguere la liquidazione della società dalla vendita delle partecipazioni (preferenza convenzionale sul prezzo)

Drag along

- Massima Consiglio Notarile di Milano n. 88/2005: *valida la clausola statutaria se il socio trascinato riceve almeno il valore che spetterebbe in caso di recesso*
- Introduzione successiva a maggioranza: tema del consenso del socio / diritto di recesso
- Nel patto parasociale: solo effetti obbligatori e rimedio risarcitorio

Tag along, prelazione e limiti alla circolazione

- Art. 2469 c.c. – *quote liberamente trasferibili salvo diversa previsione; intrasferibilità o mero gradimento danno diritto di recesso*
- Coordinare prelazione, tag e drag per evitare blocchi
- Lock-up: ammissibile se limitato nel tempo

Searcher ↔ investitori: vesting e leaver

- Quota del searcher fino al **25-30%** del capitale (prassi Stanford):
 - 1/3 all'acquisizione
 - 1/3 nel tempo (4-5 anni)
 - 1/3 al raggiungimento di IRR/ROI target
- Tecniche di attuazione:
 - categorie di quote con diritti crescenti (**ratchet**)
 - call degli investitori con prezzo diverso per **good / bad leaver**
 - riscatto statutario (art. 2437-sexies c.c. (s.p.a.) – *azioni riscattabili dalla società o dai soci* – discusso se possibile applicarlo anche alle s.r.l. PMI)
 - warrant / strumenti finanziari
- Coordinare con il rapporto di amministrazione o lavoro: una revoca senza giusta causa non deve far perdere le tranche maturate

Accelerazione in caso di exit anticipata

- **Problema:** se la target viene ceduta prima della fine del periodo, le tranche non ancora maturate andrebbero perse
- **Soluzione:** in caso di exit (cessione del controllo o del 100%) le tranche residue **maturano anticipatamente**
- **Single trigger:** matura con la sola exit
- **Double trigger:** serve anche la cessazione del searcher dopo l'exit
- Maturazione totale o **pro rata temporis**, di norma subordinata a un **IRR minimo** per gli investitori
- Collegata al drag along: il searcher non può bloccare l'exit

L'acquisizione: leva finanziaria e fusione

Struttura

- Veicolo acquista la target con equity e debito senior
- Eventuale debito subordinato o vendor loan
- Spesso fusione successiva tra NewCo e target

Merger leveraged buyout

- Art. 2501-bis c.c. – *fusione in cui il debito per l'acquisto viene garantito o rimborsato con il patrimonio della target*
- Il progetto indica le risorse per il rimborso
- Piano economico-finanziario
- Relazione dell'esperto sulla ragionevolezza
- Relazione degli amministratori

Altri presidi

- Art. 2358 c.c. (spa) – *divieto di finanziare o garantire l'acquisto delle proprie azioni, salvo quanto previsto dalla norma*
- Art. 2467 c.c. – *rimborso postergato dei finanziamenti dei soci*: rilevante per il vendor loan
- Covenant bancari e accordi intercreditori
- Golden power nei settori strategici
- Codice della crisi: sostenibilità del debito

Imprenditore cedente ↔ searcher: la transizione

- **Contratto di compravendita (SPA):**
 - prezzo ed eventuale earn-out
 - dichiarazioni e garanzie, indennizzi, eventuale polizza W&I
- **Transizione:** accordo di consulenza o affiancamento del venditore (6-24 mesi)
- **Reinvestimento / rollover:** il venditore mantiene una minoranza, con patti di governance, put/call ed exit congiunta
- **Vendor loan:** allinea gli interessi e riduce il debito bancario; va regolato rango e garanzie
- **Governance post-closing:**
 - CdA con rappresentanti degli investitori; searchers CEO/CFO/COO a seconda dei casi
 - materie riservate e meccanismi anti-stallo
- **Tutela di dipendenti, marchio e territorio:** impegni contrattuali, non solo reputazionali

I profili fiscali: presupposti

Searcher: carried interest (art. 60 DL 50/2017)

- Proventi tassati come **redditi finanziari (26%)** se ricorrono insieme:
 - Investimento (effettivo) complessivo di manager e dipendenti $\geq$ **1% del patrimonio netto** della società
 - proventi **subordinati** al rimborso del capitale e del rendimento minimo (hurdle) agli altri soci
 - **holding period** di almeno 5 anni o fino al cambio di controllo
- Altrimenti: rischio di riqualificazione come reddito di lavoro (Circ. AdE 25/E/2017)

Interessi del debito di acquisizione

- Art. 96 TUIR – *interessi passivi deducibili fino agli interessi attivi più il 30% del ROL*; eccedenza riportabile
- Dopo la fusione MLBO la deduzione spetta alla società risultante (Circ. AdE 6/E/2016)
- Presupposti: operazione con **valide ragioni economiche**, non abusiva (art. 10-bis L. 212/2000)

Venditore: pianificazione fiscale

- Essenziale una tempestiva pianificazione fiscale al fine di poter avvalersi degli strumenti forniti dal legislatore (i.e. Pex, conferimento realizzo controllato, affrancamento partecipazioni)

Investitori ed exit

- Persone fisiche: plusvalenze al **26%**
- Società: **PEX** (art. 87 TUIR) – 95% esente se: possesso $\geq$ 12 mesi, immobilizzazione finanziaria, società non a fiscalità privilegiata, esercizio di attività commerciale
- Esteri: in caso di veicoli unipersonali o familiari esenzione per residenti in Paesi white list (partecipazioni non qualificate) o Convenzioni (con specifiche previsioni per società titolari di immobili il cui valore $>50\%$ valore società)

Exit e prassi internazionale

- **Modalità di exit:**
 - vendita a un industriale o a un fondo di PE
 - cessione secondaria ad altri investitori
 - ricapitalizzazione
- **Documenti:** SPA, W&I, reinvestimento del searcher nel nuovo assetto; operano drag along e accelerazione del vesting
- **Investitori esteri (USA):** documentazione anglosassone da adattare a statuto e diritto italiano
- **Dati:** Osservatorio POLIMI – 52 veicoli italiani a fine giugno 2026
- **Varianti del modello:** search tradizionale, self-funded, accelerator, fondi specializzati → assetti societari e step-up diversi

Tre messaggi per l'imprenditore

1

Un acquirente diverso

Il searcher compra per gestire in prima persona: continuità e coinvolgimento, non semplice integrazione in un gruppo.

2

Una trattativa che si negozia

Earn-out, reinvestimento, vendor loan e affiancamento sono leve a disposizione del venditore.

3

Contratti prima dei numeri

Statuto e patti ben costruiti evitano i conflitti tra investitori, searcher e venditore.

Domande e risposte

Avv. Matteo Vernizzi

matteo.vernizzi@studio-sat.it

www.studio-sat.it

AVVERTENZA – Il presente documento ha finalità esclusivamente illustrative e divulgative e non costituisce, né può essere considerato, un parere legale, fiscale o di consulenza di alcun genere. Il contenuto è volutamente sintetico, in ragione della tipologia del documento (supporto a un intervento orale), e non è esaustivo né tiene conto delle specificità di singole operazioni o soggetti. Il quadro normativo e giurisprudenziale richiamato può essere soggetto a evoluzione e a interpretazioni diverse. Prima di assumere qualsiasi decisione è necessario un esame specifico del caso con un professionista. L'autore e lo Studio Legale SAT non assumono alcuna responsabilità per l'uso che venga fatto del contenuto.