



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

STRATEGIE DI PRIVATE EQUITY

TIPOLOGIE D'INVESTIMENTO IN PRIVATE EQUITY¹

- **Modello 1 d'investimento Private.**
SOSTENERE - SUPPORTARE ECONOMICAMENTE (e spesso volte con Know-how a valore aggiunto rappresentato dall'esperienza e dalla competenza) – c.d. ignizione di liquidità - IL PERCORSO DI AVVIO DI IMPRESE/START-UP AD ALTO POTENZIALE DI CRESCITA² - (c.d. venture capital).
- **Modello 2 d'investimento Private.**
SOSTENERE - SUPPORTARE ECONOMICAMENTE (e spesso volte con Know-how a valore aggiunto rappresentato dall'esperienza e dalla competenza) L'IMPRESA/START-UP AD ALTO POTENZIALE DI CRESCITA NELLO SVILUPPO DI SCELTE STRATEGICHE, DI INVESTIMENTO O INSERITE IN UN PIÙ AMPIO PIANO INDUSTRIALE DI CAMBIAMENTO – TRANSIZIONE – diversificazione - internazionalizzazione O INNOVAZIONE (es: transizione ecologica-transizione energetica - sviluppo di tecnologie innovative tipo blockchain o AI-intelligenza artificiale) – (c.d. expansion financing o development capital).
- **Modello 2bis d'investimento Private.**
SOSTENERE - SUPPORTARE ECONOMICAMENTE (e spesso volte con Know-how a valore aggiunto rappresentato dall'esperienza e dalla competenza) L'IMPRESA/START-UP AD ALTO POTENZIALE DI CRESCITA NELLE OPERAZIONI DI CAMBIAMENTO-RIASSETTO DELL'ASSETTO

¹ Solitamente sono merchant Bank (Banche d'Affari) e Fondi di Private Equity, altre volte Fondi di Investimento, finanziarie pubbliche statali o parastatali, o SGR (Società di gestione del risparmio) – se sono un gruppo d'investitori o piattaforma di soggetti investitori si chiamerà “**club deal**”; se si tratta di famiglie di imprenditori o comunque con elevati capitali si parla di **Family offices**. Il Fondo Private Equity solitamente investe in società quotate, seppure una parte del business lo riserva anche a società non quotate ad alto potenziale di crescita (in tal caso si chiama **Private Capital** – in relazione a quest'ultimi in Italia si fatica a operare a causa di un sistema fiscale che li svantaggia dal momento che la regolamentazione della Banca d'Italia li assimila a delle vere e proprie Banche).

Prestare Attenzione a un particolare fenomeno: fondi private equity sponsorizzati dagli stati (vedi Cina, Russia, USA) stanno acquisendo, anche indirettamente, partecipazioni rilevanti su società operanti in settori strategici nazionali quali energia, telecomunicazione, difesa, tecnologie innovative informatiche, banche o fondi collegati con lo Stato, settori come la moda e l'auto dove l'Italia è un'eccellenza.

² Si parla in tema di **EARLY STAGE** (sia in relazione al progetto embrionale (**seed financing**); sia nella fase progress successiva alla Beta version (**start-up financing** -es: nell'avvio produzione e marketing) e first stage financing (es: a supporto del brevetto, del prototipo, dei test di mercato etc...)). In tali casi sono anche chiamati “Business Angel”.



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

PROPRIETARIO - (c.d. replacement capital³) O DI ACQUISIZIONE-BUY-OUT DELLA INTERA DELL'IMPRESA O RAMI DELLA STESSA – in tema di buy-out si registrano tali prassi: l'impiego frequente della leva finanziaria del leverage buy-out (LbO)⁴; acquisizione attraverso il management dell'azienda MbO (Merger Buy Out); l'acquisizione attraverso i membri della famiglia dell'imprenditore (family buy-out).

- **Modello 3 d'investimento Private (c.d. virtuoso)
SOSTENERE - SUPPORTARE ECONOMICAMENTE (e spesso volte con Know-how a valore aggiunto rappresentato dall'esperienza e dalla competenza) l'IMPRESA/START-UP O PARTE DI ESSA – RAMI D'AZIENDA NELLA DELICATA FASE DI CRISI E SALVATAGGIO- (c.d. Turnaround financing).**

Segue

TECNICA ADD-ONS

In relazione al Private Equity interessanti sono le strategie di *add-on* – l'operazione in sintesi: una volta acquisita la società target attraverso un soggetto investitore (private equity) che viene definita come "società in portafoglio" per dare più stabilità, vigore, risalto alla stessa, lo stesso soggetto investitore decide di acquisire una o più altre società ad esse correlate anche solo di business (c.d. add-ons) – ecco un esempio... un investitore di private equity compra la società che commercializza zinco in Canada ad alto potenziale di crescita. Al tempo stesso compra le società dell'Alaska che lavorano lo zinco (add-ons). Mette poi tutto insieme in una piattaforma di investimento con ciclo produttivo in-house o crea un Gruppo o li consorza. Chiaro che un domani che andrà a rivendere il tutto il valore sarà più che massimizzato in conseguenza del rapporto in-house delle varie società referenti al medesimo ciclo produttivo. In tali modi si crea un Polo industriale (es: un polo chimico, agroalimentare, energetico, etc...)

segue

³ caso eclatante Pillarstone Italy e riassetto azionario Gruppo Sirti (sole24ore 14.11.2023) – rif societario strategico. In tali casi si tratta di andare a sostituire i soci di minoranza che come rami secchi stanno impedendo la crescita e nuova linfa vitale alla target. In tali casi la finanza appartata all'operazione non costituisce arricchimento oggetto di tassazione ma va diretta all'obiettivo di pagare il way-out dei soci di minoranza, pertanto costituisce un'operazione neutrale ai fini fiscali.

⁴ Interessante in tema è il fatto che tali operazioni vengono eseguite attraverso una Newco o Purpose vehicle dal momento che è vietato ex art. 2358 c.c. alla target di prestare garanzie per l'acquisto di azioni proprie.



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

1) INTERESSI DEL PRIVATE EQUITY

LANDMARK

- Finalità dell'investimento del Private Equity è ottenere un certo guadagno – ritorno economico in un orizzonte temporale di breve-medio periodo (di solito tra i 2-3 e 7 anni), il tutto attraverso l'acquisto di partecipazioni della società/start-up target supportata, con chiarezza formale da subito su posizione, ruolo e "influenza societaria" da ricoprire e l'orizzonte temporale relativo alla dismissione della partecipazione, il tutto normalmente regolamentato attraverso patti parasociali siglati dalla intera compagine sociale o rifluiti nello Statuto della società (altrimenti sarebbero solo applicabili in capo ai soggetti sottoscrittenti).
- In relazione al ruolo che può ricoprire il Private Equity nell'ambito della società da esso finanziata (cd. Società target) si distingue in via d'opzione:
 - un inserimento soft (c.d. hands-off approach)
 - "importante e pesante" (hands-on approach) nella governance societaria della target; interessante è l'emissione delle azioni preferred o privilegiate (v. next)

segue: **STRUMENTI E STRATEGIE DI NETTIZZAZIONE DEL RISCHIO
INVESTIMENTO DEL PRIVATE EQUITY CON MASSIMAZIONE DELL'INCOME NEL
BREVE-MEDIO PERIODO.**

Al fine di nettizzare il rischio dell'investimento il Private, strategicamente:

- Eroga il finanziamento a SAL (Stato di Avanzamento Lavori), secondo un certo piano di ammortamento, laddove l'importo in tranche successivo viene erogato dal Private solo al raggiungimento di un determinato obiettivo (milestone) – cd. Stage financing.
- Non si obbliga mai a priori alla corresponsione dell'intero finanziamento ma strategicamente, in sede di accordo, si riserva a sè, di norma, la facoltà/opzione di proseguire nel finanziamento anche in luogo di stato/obiettivo raggiunto dalla società target.
- E' solitamente controgarantito dalla società target attraverso terzi o da altri strumenti personali e patrimoniali.



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

- Si può controgarantire, esso stesso, dal rischio del finanziamento o di una quota parte dello stesso.

segue

ULTERIORI FONDAMENTALI ELEMENTI E STRUMENTI D'INCENTIVO PER LA PARTECIPAZIONE E INGRESSO DEL PRIVATE NEL CAPITALE DI RISCHIO.

1) CLAUSOLA EARN-OUT CHE PREVEDA UN CORRISPETTIVO INCREMENTALE IN LUOGO DI DISMISSIONE DELLA PARTECIPAZIONE DEL PRIVATE, AL RICORRERE DI DETERMINATE CONDIZIONI, PER UN VALORE SLEGATO E MAGGIORE IN MISURA PERCENTUALE DEL VALORE EFFETTIVO DI MERCATO O DI BILANCIO DELLA PARTECIPAZIONE.

2) PATTI PARASOCIALI CHE VENGANO INCONTRO ALL'INTERESSE SPECIFICO DEL PRIVATE (v. next)

2) L'EROGAZIONE FINANZIARIA DEL PRIVATE AVVERRÀ A STEP DI AVANZAMENTO (SAL – STADI AVANZAMENTO LAVORI-OBIETTIVI PREFISSATI) A RICORRERE DI PARTICOLARI CONDIZIONI O UNA VOLTA RAGGIUNTI GLI OBIETTIVI PREFISSATI - CALL FUTURE OPTION

3) EMISSIONE PRESTITO OBBLIGAZIONARIO, SPECIE SE CONVERTIBILE IN AZIONI ORDINARIE O PREFERRED (v. next punto 3ter).

3bis) NEW! EMISSIONE AZIONI AUTO-ESTINGUIBILI (riconosciuta la loro legittimità da Circolare Assonime 6/2023 – fonte Sole 24 ore 16.11.2023) laddove al verificarsi di una certa condizione o accadimento futuro e incerto⁵, tali azioni cessano di esistere e il soggetto cessa la propria qualità di socio e da quel momento ha diritto alla liquidazione della quota solitamente maggiorata di una certa percentuale.

3ter) EMISSIONE AZIONI “STOCK PREFERRED” O “SHARE PREFERRED” CHE ATTRIBUISCONO AL PRIVATE O IN GENERALE AL DETENTORE, ANCHE IN SEDE STOCK-OPTION, DIRITTI “INCISIVI” A LIVELLO ASSEMBLEARE, PATRIMONIALE, AMMINISTRATIVA, DI GOVERNANCE O INTERESSANTI MAGGIORANZE DI PARTECIPAZIONE AGLI UTILI E RENDIMENTI D'ESERCIZIO.

⁵ in tal modo si viene incontro all'interesse del private che al sopraggiungere di un certo accadimento (es: il venir meno di un partner industriale, di un brevetto, di una licenza, di un certo ramo operativo dell'azienda) non ha più interesse a restare nella società.



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

3quater) STOCK OPTION PER LA FIDELIZZAZIONE DEI LAVORATORI – FORZA LAVORO – RISORSE UMANE E PROFESSIONALI.

4) ISTITUZIONE DA PARTE DELLA TARGET DI PATRIMONI DESTINATI EX 2447 BIS E 2447 NOVIES C.C. A GARANZIA DELL'INVESTIMENTO DEL PRIVATE O PER RIPAGARE L'APPORTO FINANZIARIO DEL PRIVATE

5) AVALLO IN CONTROGARANZIA DI FONDI, ORGANISMI FINANZIARI PRIVATI E PUBBLICI A TUTELA DELL'INVESTIMENTO DEL PRIVATE (es. consorzio FIDi, SACE, Cassa Depositi e Prestiti etc...).

6) ESISTENZA DI UN PARTNER INDUSTRIALE CHE OPERERA' IN SINERGIA CON LA TARGET E APPORTERA' ESSO STESSO KNOW-HOW E FINANZA.

7) CONCESSIONE DI CLAUSOLA "TRADE SALE" (v.next) IN LUOGO DI DISMISSIONE DI PARTECIPAZIONE DEL PRIVATE.

segue

2) INTERESSI DELLA SOCIETA' TARGET /START-UP SUPPORTATA - SOSTENUTA ECONOMICAMENTE DAL PRIVATE EQUITY

- **ottenere liquidità a breve periodo da destinare o fungere a supporto del piano industriale senza ricorrere a indebitamento o consumo di mezzi finanziari propri.**
- **Ottenere risorse finanziarie tali da realizzare l'obiettivo imprenditoriale senza della quale non potrebbe essere raggiunto mancando il sostegno finanziario.**
- **svincolo dalla partecipazione secondo un piano/accordo prestabilito e tale da non influenzare le scelte economiche e di governance societaria**

segue



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

ELEMENTI STRATEGICI TECNO-OPERATIVI NEL PRIVATE EQUITY

**A) IN SEDE DI “ROMING PRIVILEGIATO” E FINO AL “CLOSING”
DELL’OPERAZIONE**

Dopo la manifestazione d’interesse del Private Equity che normalmente è formalizzata sottoforma di lettera d’intenti.

1) doverosa valutazione da parte del Private in sede di *due diligence* (affidata a professionisti di elevata esperienza) della convenienza – rischiosità – potenzialità anzitutto in termini di ritorno economico della operazione-investimento, attraverso un assessment o rating. Il tutto avviene attraverso l’esame puntuale specifico-ponderato-profondo di ogni elemento della Target (c.d. data room): contabile, finanziario, di bilancio, societario, statutario, gestionale, bancario, fiscale-tributario, relativo alle partecipazioni e compartecipazioni anche eventualmente detenute in altre società, al controllo, ai vincoli sulle partecipazioni, al rispetto in sede di compliance e normativa in tema di sicurezza sul lavoro-informatica etc., salute, ambiente, al personale dipendente e ai manager, alla eventuale sussistenza di accordi parasociali, contenziosi, istanze di liquidazione giudiziale o concordato di ogni tipo, non da ultimo gli assets materiali e immateriali (brevetti, marchi, innovazioni in attesa di brevettabilità, licenze in essere etc.

Tale esame è normalmente soggetto a “confidenzialità” tramite un accordo-vincolo di riservatezza (c.d. patto di *no-disclosure*) nell’interesse della target su tutte le informazioni acquisite dal Private, con termine di validità anche successiva all’eventuale risoluzione del rapporto di *roming privilegiato*.

2) Al tempo stesso la valutazione sarà anche effettuata in chiave prospettica (con business Plan) in relazione alla sostenibilità dell’operazione, con focus su break-even-point e in generale sul ritorno dell’investimento e su quale sia l’effettiva percentuale di guadagno dell’investimento.

3) l’investimento del private in luogo di compravendita di partecipazioni solitamente avviene con la sottoscrizione di nuove azioni in sede di aumento del capitale sociale. Interessanti in tema (v.before) le share preferred anche in sede d’opzioni e le recenti azioni auto-estinguibili.

B) In esito positivo del Closing si determina un Investment Agreement.

**1) Pilastro di tale accordo, ci sono anzitutto le c.d. clausole Warranties (garanzie-coperture) a garanzia-tutela del Private e precisamente:
BUSINESS WARRANTIES**



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

- Dichiarazione sottoscritta dal Private (c.d. representation) della veridicità e completezza dei dati forniti al Private in sede di Roving – negoziazione – con specifica pattuizione dei rimedi esperibili, anche indennitari, in luogo di malafede e inadempimento (indemnity clause).
- Manleva del Private in luogo di situazione economica – finanziaria – gestionale pregressa alla sottoscrizione dell'Accordo d'Investimento.

LEGAL WARRANTIES

- Clausole che ineriscono l'oggetto dell'Agreement quali quelle finalizzate alla garanzia del private sulla effettiva titolarità delle partecipazioni compravendute, fuori da ogni rivendicazione da parte dei terzi.

2) Fondamentale in luogo di sottoscrizione del Investment Agreement, è che in esso vengano refluiti i PATTI PARASOCIALI che a suo tempo sono stati sottoscritti da tutti i soci della Target.

- In essi, Must è la decisione a carattere preventivo del Private di come partecipare nella Target: esercitando controllo o influenza dominante o partecipando direttamente ed in prima linea nei processi decisionali e strategici della Target (c.d. hands-on approach) o più soft semplicemente fornendo Know-how, consigli, supporto tecnico o ancora avendo come unico obiettivo il ritorno economico derivante dall'investimento senza entrare nell'ambito della direzione e il coordinamento societario (c.d. hands-off approach). Sempre in tali patti parasociali potrà il Private riservarsi il diritto di veto o di preventiva consultazione in ordine a quelle decisioni societarie o strategiche che interessano il suo investimento o di mero controllo e ispezione.

(exempla di tali patti parasociali – vedi sezione dedicata)

3) In sede di investment Agreement si può prevedere che l'erogazione finanziaria avvenga a step di avanzamento (SAL – Stadi avanzamento lavori-obiettivi) – vedi before.

4) Altro pilastro del contratto d'investimento la centrale questione della dismissione delle partecipazioni (vedi next) con focus sulla dismissione della partecipazione a prezzo remunerativo rispetto all'impiego delle risorse finanziarie e all'impegno e attività prestata dal Private. In relazione a tale punto è fondamentale la riserva da subito del Private a alienare la propria partecipazione alla scadenza del termine (Opzione PUT) a partner industriali o finanziari (c.d. TRADE SALE).

La società Target in sede negoziale può a sua volta contro-rispondere:



STUDIO LEGALE
DI PRETORO & PARTNERS
AVV. FRANCESCO DI PRETORO

Patrocinante in Cassazione

- **garantendo i soci di minoranza attraverso i patti parasociali rappresentati dalle clausole drag along – tag along (vedi sezione dedicata)**
- **bloccare l’assetto proprietario nettizzando o limitando il rischio di subentro di soci non graditi sempre con patti parasociali mediante clausola di prelazione o gradimento qualora ovviamente non già inserite in Statuto.**

c) FASE DI DISMISSIONE (exit – way-out) DELLA PARTECIPAZIONE DEL PRIVATE
- anzitutto si vedano:

- **gli accordi parasociali – opzione put & call anche incrociate (vedi sez. dedicata)**
- **azioni auto-estinguibili (v. before)**

La dismissione della partecipazione oltre ad avvenire nei termini del Investment Agreement può avvenire mediante quotazione in borsa o cessione della intera partecipazione a terzi (normalmente partner finanziari o industriali) – c.d. trade sale (v. before)

Roma 05.12.2023

Avv. Francesco di Pretoro