



Operazioni di Venture Capital - gli accordi

Overview

Nelle operazioni di venture capital i principali termini economici e contrattuali di una proposta d'investimento avente ad oggetto una società sono riportati in un'articolata documentazione elaborata secondo la prassi di settore.

Solitamente, il primo documento ad essere sottoscritto è un Term Sheet (o una lettera di intenti); ossia documenti che, benché in generale non abbiano effetti vincolanti, eccezion fatta per alcune previsioni come l'esclusiva e la confidenzialità, costituiscono la base su cui si costruisce il compendio contrattuale per l'investimento. Tale compendio, successivamente, di solito comprende: (i) il contratto d'investimento, (ii) il patto parasociale e (iii) lo statuto della società. Scopo del contratto d'investimento è la disciplina dei termini, modi e condizioni con cui il venture capitalist acquista una partecipazione nella società oggetto dell'investimento. L'acquisizione può avvenire attraverso un aumento di capitale riservato all'investitore ovvero attraverso l'acquisizione di una partecipazione dai soci preesistenti.

Il contratto d'investimento, oltre a contenere la descrizione dell'investimento e i tempi e modi di realizzazione dello stesso, contiene anche una serie di garanzie (relative alla società, ai suoi beni e alla sua attività) che vengono prestate al venture capitalist e obblighi di indennizzo a carico dei soci fondatori. Il patto parasociale invece, è atto a definire i diritti e gli obblighi dei soci, incluso il venture capitalist nella sua capacità di socio entrante, in particolare con riferimento alla governance, agli obblighi di non concorrenza tradizionalmente in capo ai soci fondatori e alle modalità con cui si sostanzierà l'eventuale exit del venture capitalist.

Lo statuto della società è un atto che regola la vita interna e il funzionamento della società e può riflettere alcune delle previsioni del patto parasociale.

Il venture capitalist quale socio di minoranza "qualificata"

La partecipazione acquisita dal venture capitalist è, di solito, una partecipazione di minoranza dotata di particolari diritti che non sono riconosciuti agli altri soci. Questi particolari diritti trovano ragione nel fatto che (i) il venture capitalist, pur essendo titolare di una partecipazione di minoranza, investe una somma molto più elevata rispetto a quella investita dai soci fondatori; (ii) l'investimento si basa essenzialmente su una valutazione della società che considera lo sviluppo e i risultati futuri della stessa e non una consolidata gestione aziendale; e (iii) che la gestione della società rimane comunque affidata primariamente al proprio management (tendenzialmente, gli stessi soci fondatori). Per queste ragioni la partecipazione ad oggetto del contratto di investimento attribuisce al venture capitalist dei "privilegi" rispetto agli altri soci della società. In primis, generalmente il venture capitalist ha diritto a un dividendo privilegiato, ossia una partecipazione agli utili percentualmente superiore rispetto alla percentuale del capitale sociale detenuta dallo stesso. Inoltre, in caso di liquidazione o cessione della società a terzi, il venture capitalist ha diritto al pagamento di una determinata somma prima che qualunque pagamento sia corrisposto agli altri soci della società (c.d. liquidation preference). Sempre in tema di operazioni straordinarie, qualora un nuovo investitore dovesse entrare a far parte della compagine sociale, sottoscrivendo quote o azioni a un prezzo inferiore a quello pagato dal venture capitalist, quest'ultimo



Operazioni di Venture Capital - gli accordi

vedrebbe la propria partecipazione incrementata per evitare un effetto di diluizione della partecipazione, tema per ovviare al quale vi possono essere presidi di c.d. antidilution protection. In tema di amministrazione e controllo, invece, il venture capitalist ha solitamente diritti di veto su alcune delibere dell'assemblea (nomina del consiglio di amministrazione, modifiche statutarie, aumenti di capitale, fusioni e scissioni, ecc.) e del consiglio di amministrazione (mediante amministratori di propria designazione, solitamente, per decisioni al di fuori dell'ordinaria amministrazione, non previste nel business plan e/o non tenute in considerazione nella valutazione del rischio dell'investimento).

Valutazioni Pre-Money e Post-Money

Con riferimento al Term Sheet, viene utilizzata solitamente terminologia specifica per individuare gli assetti patrimoniale prima e dopo l'investimento. La valutazione data alla società prima dell'investimento è la c.d. valutazione pre-money, con cui sostanzialmente l'investitore quantifica il valore delle partecipazioni detenute dai fondatori della società. Tale valutazione, mediante un semplice calcolo matematico, è utilizzata per determinare il prezzo di sottoscrizione delle partecipazioni da parte del venture capitalist; prezzo che viene quantificato dividendo la valutazione pre-money per il numero di quote/azioni "fully diluted" (tutte le quote/azioni emesse dalla società e quelle da emettersi in caso di esercizio di eventuali stock-option, warrant, ecc.) della società esistenti al momento antecedente la sottoscrizione del contratto di investimento. Una volta siglato il contratto di investimento, sarà poi possibile procedere con la cd. valutazione post-money, ossia la somma della valutazione pre-money e dell'ammontare dell'investimento.

Diluzione del rischio in tranche: l'importanza delle milestone

E' prassi nel venture capital suddividere l'investimento in tranches, in modo da diluire su un arco temporale più lungo il rischio e l'esposizione dell'investitore e per poter monitorare lo sviluppo del progetto e assecondare esigenze progressive di disponibilità finanziaria. Questa operazione prevede l'ancoraggio della prosecuzione dell'investimento al raggiungimento di determinati obiettivi (c.d. milestones) che, secondo il venture capitalist, sono sintomatici della performance dell'impresa. Tali obiettivi, solitamente, hanno natura tecnico - commerciale, il cui raggiungimento produce risvolti di carattere economico - finanziario.

Il ruolo del venture capitalist nell'amministrazione della società

Come già anticipato, l'acquisizione della partecipazione attribuisce al venture capitalist determinati "privilegi" in considerazione del capitale di rischio messo a disposizione, tra cui anche il diritto di nominare un determinato numero - generalmente minoritario - di membri del consiglio di amministrazione e (ove previsto) del collegio sindacale. I membri del consiglio di amministrazione nominati dal venture capitalist, di regola, non ricevono deleghe operative, ma possono comunque essere attivi in seno al consiglio e esprimere tecnicamente l'eventuale diritto di veto ove riconosciuto.

Naturalmente, tramite la propria rappresentanza all'interno degli organi gestori gli investitori possono anche coadiuvare - attraverso un apporto sostanziale di risorse ed esperienza - l'operato dei fondatori nella gestione dell'attività aziendale.



Operazioni di Venture Capital - gli accordi

Un tema essenziale: l'exit

La natura temporanea dell'investimento di venture capital richiede che il capital gain derivante dall'investimento si concreti attraverso la cessione della partecipazione in un arco temporale relativamente breve (generalmente inferiore a 5 anni). La cessione della partecipazione - obiettivo principe del venture capitalist - di regola avviene in due modi: (a) attraverso la quotazione della società sui mercati regolamentati (c.d. IPO Initial Public Offering) ovvero (b) vendendo interamente la società a terzi (c.d. trade sale). Più rari sono forse i casi in cui la vendita a terzi sia parziale (ovvero, la medesima minoranza acquisita dal venture capitalist).

La decisione di investire in una determinata società è principalmente basata sulle caratteristiche dei fondatori - sulle loro capacità tecniche e di business -, pertanto, è nell'interesse del venture capitalist che per tutto il periodo precedente l'exit, i fondatori siano legati alla società, mantenendo un interesse attivo nella buona gestione della stessa. Così, il venture capitalist, attraverso l'implementazione di clausole contrattuali ad hoc, impedisce in via principale che i fondatori cedano le proprie partecipazioni (c.d. lock-up). Inoltre, il venture capitalist può prevedere la sottoscrizione di ulteriori previsioni atte a normare la dismissione delle partecipazioni. Tra queste, si annoverano: (a) la prelazione, con cui si prevede che qualora un socio intenda cedere la propria partecipazione a terzi, debba offrire la stessa in via preventiva agli altri soci che avranno il diritto di acquistarla alle medesime condizioni offerte dal terzo; (b) il c.d. drag-along, in forza del quale, nel caso in cui il venture capitalist riceva una offerta da un terzo per l'acquisto del 100% della società - o per una partecipazione superiore a quella dallo stesso detenuto -, gli altri soci saranno tenuti a trasferire anche la loro partecipazione o parte di essa, a seconda dell'offerta, al terzo; (c) il c.d. tag-along, prevede invece che, qualora un socio intenda cedere, interamente o in parte, la propria partecipazione ad un terzo, gli altri soci potranno richiedere che il socio cedente si adoperi per procurare l'acquisto da parte del terzo anche delle loro partecipazioni. Un diritto, questo, generalmente attribuito solo al venture capitalist per via della "specialità" della sua partecipazione. Possono inoltre essere previsti diritti di recesso in favore del venture capitalist al ricorrere di determinate circostanze che, ove esercitati, danno diritto al venture capitalist di ottenere il rimborso della partecipazione sottoscritta o acquistata.

Non concorrenza, commitment, riservatezza ed esclusiva

Il venture capitalist richiede normalmente che i soci fondatori e, in ogni caso, tutti coloro i quali rivestono cariche manageriali, si impegnino a sottoscrivere un patto di non concorrenza nei confronti dell'azienda e del venture capitalist, in quanto punto di forza dell'azienda è solitamente anche la capacità tecnico-commerciale dei fondatori. In questo senso rileva anche l'impegno dei fondatori, tradizionalmente definito di commitment, di dedicarsi in via esclusiva all'iniziativa imprenditoriale oggetto dell'investimento.

Nell'ottica di preservare l'investimento e prevenire eventuali fughe di informazioni potenzialmente dannose per l'attività di impresa, il venture capitalist, i soci fondatori (e il management ove distinto),



Operazioni di Venture Capital - gli accordi

generalmente siglano un accordo di riservatezza (c.d. non-disclosure agreement), con cui si impegnano a non divulgare alcuna informazione relativa all'investimento e all'attività aziendale a partire dall'esame del possibile investimento o dalla firma del Term Sheet.

Nel medesimo contesto, il venture capitalist procede ad un esame legale, tecnico, commerciale, finanziario e contabile della società e del relativo business per valutarne le potenzialità ed i rischi (c.d. attività di due diligence). Tale attività è onerosa almeno sotto due punti di vista: temporale ed economico. Pertanto, il venture capitalist, per evitare che nel lasso di tempo necessario per la due diligence siano siglati accordi con altri potenziali investitori, richiede la stipula di un accordo di esclusiva (che può anche essere riflesso nel Term Sheet) con cui l'apertura di negoziati con terzi sia preclusa.