

AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

**PRIVATE EQUITY
E CORPORATE GOVERNANCE
DELLE IMPRESE**

a cura della
COMMISSIONE CORPORATE GOVERNANCE

Con il contributo di



FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER



AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

**PRIVATE EQUITY
E CORPORATE GOVERNANCE
DELLE IMPRESE**

a cura della

COMMISSIONE CORPORATE GOVERNANCE

AIFI, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, è stata istituita nel maggio 1986 con la finalità di promuovere, sviluppare e rappresentare istituzionalmente l'attività di private equity e venture capital in Italia. AIFI è costituita da istituzioni finanziarie che, stabilmente e professionalmente, effettuano investimenti nel capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate.

Freshfields Bruckhaus Deringer è uno studio legale internazionale che offre servizi legali e fiscali secondo il diritto dei Paesi ove è presente con i propri uffici.

Lo Studio conta circa 2.500 professionisti e opera attraverso una struttura di 27 uffici in Europa, Asia e Stati Uniti.

In Italia, oltre 130 professionisti, sia di diritto italiano sia estero, assistono i propri clienti, in particolare nelle aree di diritto societario e bancario, della finanza strutturata, dei servizi finanziari, della contrattualistica internazionale, del contenzioso, del diritto comunitario e antitrust, della regolamentazione, del diritto immobiliare, tributario, amministrativo e ambientale, della proprietà industriale e intellettuale, del lavoro.

GOVERNANCE Consulting è leader in Italia nella consulenza di corporate governance.

Studia progetti e assessment del modello di governance, composizione e valutazione di board e advisory board, politiche e sistemi di compenso.

Si avvale dell'apporto professionale di amministratori, studiosi e consulenti impegnati sul fronte della conduzione di impresa, come sintesi di organizzazione e direzione centrata sul Consiglio d'Amministrazione.

Fa parte della partnership mondiale "The Governance Alliance".

Il presente documento è stato elaborato nell'ambito dei lavori della Commissione Corporate Governance di AIFI.

Hanno partecipato alla redazione e collaborato alla stesura: Enrico Bazzano (Freshfields Bruckhaus Deringer); Gianluca Calise (Sanpaolo IMI Private Equity); Matteo Carlotti (Argos Sodic Italia); Giorgio Colombo (3i Europe); Alberto Craici (Alto Partners); Roberto Del Giudice (AIFI); Giovanna Dossena (AVM & Partners); Stefano Fortunato (KPMG); Alberto Franchino (Industria & Finanza SGR); Lori Malipiero (Unicredit Banca d'Impresa); Carlo Mammola (BA Capital Advisors); Piero Manaresi (Aurea Corporate Finance); Andrea Mugnai (PM & Partners); Mario Ortu (Freshfields Bruckhaus Deringer); Maurizio Perroni (Sigefi Italia Private Equity); Laura Savarino (AIFI).

PRIVATE EQUITY E CORPORATE GOVERNANCE

Il presente documento si pone l'obiettivo di mettere in evidenza l'importanza delle regole di *corporate governance* nell'ambito dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, con particolare riferimento ai rapporti tra investitore e impresa.

L'individuazione di regole di "buon governo dell'impresa", chiare ed efficaci, rappresenta sempre di più un elemento indispensabile per la crescita e l'evoluzione del sistema produttivo, soprattutto in situazioni in cui l'assetto proprietario vede la partecipazione di soggetti diversi ed esterni rispetto a un singolo nucleo familiare o un gruppo ristretto di persone.

In tale contesto, l'apertura del capitale ad un investitore finanziario specializzato può costituire, oltre che una situazione che implica la definizione di regole di *corporate governance*, anche un primo importante momento di crescita culturale e manageriale dell'azienda in grado di produrre effetti positivi di carattere duraturo.

Nel documento si fa riferimento all'ipotesi di acquisizione, da parte di un investitore istituzionale nel capitale di rischio, di quote di minoranza di una impresa e alle principali caratteristiche che il rapporto tra le due tipologie di azionisti deve assumere.

Commissione Corporate Governance (AIFI)

INDICE

L'investimento istituzionale in capitale di rischio	5
I presupposti e i benefici degli interventi di private equity	5
<i>I presupposti per gli interventi di private equity</i>	5
<i>I benefici per la società derivanti da interventi di private equity</i>	6
Il private equity e la corporate governance	7
<i>La stabilità della compagine sociale e l'incentivo del socio imprenditore e del management</i>	7
<i>Il governo dell'impresa e l'informativa societaria</i>	7
<i>Il disinvestimento da parte del socio investitore</i>	8
Considerazioni conclusive	10
Glossario	11

L'INVESTIMENTO ISTITUZIONALE IN CAPITALE DI RISCHIO

Le operazioni di private equity si caratterizzano come investimenti istituzionali in capitale di rischio e consistono nell'acquisizione temporanea, da parte di un investitore finanziario specializzato, di una quota di partecipazione al capitale di una società target (la **Società**) generalmente non quotata, finalizzata alla realizzazione di un guadagno in conto capitale in un arco temporale medio/lungo.

L'investitore istituzionale (il **Socio Investitore**) diventa quindi socio a tutti gli effetti della Società e, in virtù di questo status, apporta ad essa risorse finanziarie e una serie di competenze professionali finalizzate a supportare la strategia d'impresa e la realizzazione degli obiettivi preventivamente concordati con l'azionista preposto alla gestione del business (il **Socio Imprenditore**). Il tutto con l'obiettivo di accrescere il valore dell'azienda, in vista dell'alienazione della partecipazione detenuta (la **Partecipazione Investitore**) e della correlativa realizzazione di un *capital-gain*.

Questo tipo di investimento, dunque, si differenzia per diversi aspetti dalle tradizionali forme di finanziamento, come il ricorso al capitale di debito, e richiede uno stretto rapporto di collaborazione tra il Socio Imprenditore e il Socio Investitore, che condivide il rischio d'impresa ed è interessato ad ottenere un ritorno sull'investimento esclusivamente derivante dal successo economico della Società.

All'intervento del Socio Investitore corrisponde un generale "potenziamento" delle capacità, finanziarie e gestionali, dell'impresa. Il che può legittimare una "ridefinizione" strategica dell'impresa, poiché la Società viene ora a trovarsi con la possibilità di "catturare nuove opportunità", che portano a ripensare i piani aziendali. L'unione tra il Socio Imprenditore e il Socio Investitore si deve quindi basare su un rapporto di estrema fiducia e condivisione degli obiettivi, che tenga, al tempo stesso, ben presente che il Socio Investitore si configura quale partner temporaneo del Socio Imprenditore, con cui condivide gli obiettivi prestabiliti, fornendo il proprio contributo alla Società, senza peraltro sminuire in alcun modo il ruolo imprenditoriale e gestionale dell'imprenditore, che rimane "fulcro" dell'impresa.

L'investimento "professionale" nel capitale di rischio di una società non quotata viene generalmente classificato in funzione delle motivazioni che si possono trovare alla base dell'apertura del capitale da parte dell'impresa. In tal senso, si distingue tra operazioni finalizzate a sostenere l'avvio di nuove imprese (si tratta del cosiddetto *seed* o *start up financing*, o, più in generale, *early stage financing*), investimenti orientati a sostenere lo sviluppo di imprese già esistenti e consolidate (detti di *expansion financing*), operazioni finalizzate a sostenere il cambiamento/ripensamento dell'attività di impresa e, conseguentemente, degli assetti proprietari (si tratta degli investimenti di *replacement*, in caso di interventi di minoranza, oppure di *buy out*, nel caso di acquisizioni di maggioranza).

Le diverse tipologie di operazioni sono attuate in modo diverso e presentano caratteristiche e problematiche assai distinte che implicano la definizione di accordi che difficilmente possono essere standardizzati.

Inoltre, molte altre sono le possibilità di classificazione dell'attività di *private equity* ed è importante sottolineare come, al di là degli aspetti puramente terminologici, nei mercati maturi si assiste ad una sempre maggiore specializzazione degli operatori per tipologia di investimento, così come per macro-settore di attività delle aziende partecipate e, in alcuni casi, per area geografica di intervento.

La conoscenza delle caratteristiche e delle "propensioni" dei diversi investitori, risulta quindi un elemento estremamente importante, al fine di garantire una condivisione degli interessi tra Socio Investitore e Socio Imprenditore sin dal primo contatto.

I PRESUPPOSTI E I BENEFICI DEGLI INTERVENTI DI PRIVATE EQUITY

Attraverso un intervento di *private equity*, il Socio Imprenditore e il Socio Investitore affrontano un percorso comune condividendo le rispettive esperienze: il primo mette a disposizione la propria attitudine imprenditoriale, la conoscenza del business e del mercato, nonché la capacità di realizzare gli obiettivi strategici; il secondo apporta, invece, l'esperienza acquisita in contesti diversificati, la capacità di risolvere problemi organizzativi e finanziari, nonché un vasto *network* di relazioni commerciali e finanziarie.

In tale contesto, il contributo del Socio Investitore va ben oltre le risorse finanziarie apportate e consiste soprattutto nella sua capacità di contribuire allo sviluppo della Società in sintonia con l'intento e con l'operato del Socio Imprenditore. Il Socio Investitore partecipa infatti alla formulazione della strategia d'impresa, lasciando piena autonomia al Socio Imprenditore per tutto quanto concerne la gestione operativa: così facendo, il primo fornisce uno stimolo continuo al raggiungimento degli obiettivi congiuntamente prefissati e contribuisce in modo sostanziale alla "messa a punto" delle decisioni strategiche, rappresentando per il secondo un prezioso contraltare dialettico ed operativo.

Qui di seguito vengono descritte talune pre-condizioni di cui il Socio Investitore verifica normalmente la sussistenza prima di procedere alla valutazione di un investimento: la conoscenza di tali presupposti può consentire al Socio Imprenditore di meglio verificare la compatibilità dei propri progetti di sviluppo con la presenza di un Socio Investitore.

I PRESUPPOSTI PER GLI INTERVENTI DI PRIVATE EQUITY

Il presupposto principale per la realizzazione di un investimento di *private equity* è rappresentato dall'esito positivo dell'analisi della Società, dei suoi progetti di sviluppo e del mercato di riferimento; al contempo,

viene valutata la sostenibilità del piano di sviluppo in riferimento alle dinamiche di mercato, alla reperibilità delle necessarie risorse finanziarie e alle eventuali modifiche da apportare alla struttura organizzativa con riguardo alla *corporate governance*.

Tuttavia, l'elemento "chiave" per il successo di un'operazione di *private equity* è rappresentato dal Socio Imprenditore: è evidente, infatti, che il Socio Investitore, prima ancora di investire nel *business* della Società, investe sulle capacità gestionali del Socio Imprenditore e sulla sua capacità di realizzare un progetto imprenditoriale di successo nel medio/lungo termine. L'investimento istituzionale presuppone, dunque, la presenza di un binomio Socio Investitore/Socio Imprenditore capace, coeso e motivato, in grado di garantire un'efficace gestione operativa e le capacità necessarie per realizzare le strategie concordate e per conseguire gli obiettivi indicati nel *business plan*.

Premessa, dunque, l'importanza della costante collaborazione ed interazione fra il Socio Imprenditore ed il Socio Investitore ai fini del successo di un'operazione di *private equity*, si comprende facilmente la ragione per la quale, in tale contesto, siano frequentemente adottati meccanismi volti ad assicurare, rispettivamente, la stabilità degli assetti societari e, attraverso opportune regole di *corporate governance*, la partecipazione ed il coinvolgimento del Socio Investitore in talune scelte della gestione - affidata al Socio Imprenditore - che maggiormente influenzano il perseguimento degli obiettivi strategici concordati.

Inoltre, le regole di *corporate governance* dovranno prevedere che, qualora il Socio Investitore riscontri carenze nella struttura manageriale della Società, oppure verifichi che l'obiettivo di crescita prefissato dal Socio Imprenditore richiede l'inserimento di figure professionali diverse, di comune accordo i due soci dovranno scegliere nuove risorse manageriali specialistiche o di direzione generale.

Non meno importante, nella valutazione dell'operazione da parte del Socio Investitore, è la trasparenza della gestione amministrativa: assumono particolare rilievo, al riguardo, i sistemi di pianificazione e controllo e l'informativa, di norma trimestrale, circa l'andamento delle attività della Società.

Infine, è connaturata alla tipologia di intervento del Socio Investitore, quale azionista temporaneo della Società, la possibilità di smobilizzare l'investimento superato un determinato orizzonte temporale: di conseguenza, presupposto essenziale per la realizzazione di un intervento di *private equity* è l'identificazione di modalità di "uscita" (cosiddetta di *way-out* o *exit*) del Socio Investitore, realistiche e condivise da tutti gli azionisti della Società.

I BENEFICI PER LA SOCIETÀ DERIVANTI DA INTERVENTI DI PRIVATE EQUITY

Tra i vantaggi di cui la Società potrà beneficiare a seguito dell'intervento del Socio Investitore, assume un'importanza fondamentale il miglioramento della "cultura"

manageriale che normalmente consegue a tale intervento: mediante il confronto con il Socio Investitore e la condivisione dei piani di sviluppo è possibile creare le premesse affinché la Società affronti contesti competitivi più evoluti. Infatti, il Socio Investitore, da un lato, rende disponibile la propria specifica professionalità nel tracciare strategie di sviluppo e nel perseguirle, nonché il proprio *network* di relazioni commerciali e finanziarie per creare ulteriori occasioni di crescita attraverso acquisizioni, fusioni, concentrazioni o *joint-venture* con altre imprese del settore e, dall'altro, mette a disposizione del Socio Imprenditore la propria esperienza specifica per identificare, analizzare e selezionare, tempestivamente, nuove opportunità di crescita per l'impresa e, operativamente, l'organizzazione più idonea per coglierle.

Si viene, pertanto, a creare un contesto virtuoso, nel quale il Socio Imprenditore si vede arricchito del contributo del Socio Investitore e dove entrambi hanno come unico obiettivo lo sviluppo della società e il suo conseguente aumento di valore.

Con l'ingresso del Socio Investitore verranno inserite una serie di regole di governo dell'impresa (la cosiddetta *corporate governance*) che hanno l'obiettivo fondamentale di regolare la vita sociale tra impresa e azionisti e di fornire al Socio Investitore le informazioni e gli strumenti "societari" per contribuire allo sviluppo dell'impresa stessa. In questo modo l'impresa si troverà anche meglio strutturata per fornire al mercato e alle banche un flusso informativo di migliore qualità, fatto che, in ultima analisi, si traduce in costi di finanziamento più contenuti che favoriscono l'implementazione delle scelte strategiche aziendali. Inoltre, l'adozione di regole di *corporate governance* e di modelli formalizzati di comunicazione interna consente di:

- regolare il rapporto tra management e azionisti, orientando i primi verso un processo di creazione di valore;
- agevolare la condivisione delle scelte strategiche aziendali;
- rendere l'impresa sempre più indipendente rispetto ai "singoli individui", aumentandone, tra l'altro, l'attrattività nei confronti del mercato dei capitali;
- fornire a tutti gli azionisti ed ai loro rappresentanti che siedono nel Consiglio di Amministrazione e/o nei Collegi Sindacali quelle informazioni necessarie per poter contribuire al governo dell'impresa.

Ancora, la spinta verso una maggiore trasparenza della gestione tende ad attenuare, specie nel caso di aziende familiari, gli eventuali condizionamenti che provengono dalla sfera degli interessi personali e familiari.

In aggiunta, la presenza del Socio Investitore nel capitale della Società ha un ruolo "segnalatico" nei confronti del mercato: di fatto, tale presenza non solo migliora l'immagine della Società nei confronti del mercato, aumentandone l'affidabilità percepita, ma influenza positivamente i processi di attribuzione di *rating* sul merito di credito, riducendo implicitamente il costo dell'eventuale ricorso all'indebitamento.

Da ultimo, l'intervento del Socio Investitore può facilitare il processo di avvicendamento degli azionisti all'interno della compagine sociale, agevolando la liquidazione di quelli non più interessati a partecipare al percorso di sviluppo della Società.

IL PRIVATE EQUITY E LA CORPORATE GOVERNANCE

Come già accennato, lo strumento atto a rendere efficace la collaborazione che si instaura tra il Socio Imprenditore e il Socio Investitore a seguito di un'operazione di *private equity* è rappresentato dall'introduzione, nelle forme di volta in volta più adeguate, nello statuto della Società e/o nel patto parasociale, di un sistema di regole di *corporate governance*, volte principalmente a disciplinare i seguenti aspetti della gestione della Società:

- la stabilità della compagine sociale e l'incentivo del Socio Imprenditore e del management;
- il governo dell'impresa e l'informativa societaria;
- il disinvestimento da parte del Socio Investitore.

LA STABILITÀ DELLA COMPAGINE SOCIALE E L'INCENTIVO DEL SOCIO IMPRENDITORE E DEL MANAGEMENT

Come detto, il Socio Investitore, prima ancora di investire nel business della società, investe nelle capacità del Socio Imprenditore e nella sua abilità di realizzare il progetto imprenditoriale nel medio-lungo termine. La condivisione di obiettivi e di esperienze tra il Socio operativo e quello istituzionale rappresenta il presupposto per un'operazione di *private equity* mediante la quale viene acquisita la minoranza del capitale della società.

La qualità professionale del Socio Imprenditore e del management riveste dunque un'importanza fondamentale per la valutazione del merito dell'operazione di *private equity* da parte del Socio Investitore. Al riguardo, anzi, viene spesso sottolineato l'effetto sinergico derivante dall'unione di esperienze finanziarie e operative per la creazione di valore nell'ambito della società.

È in tale contesto che trovano giustificazione teorica le diverse modalità di incentivazione al raggiungimento dei risultati da parte del Socio Imprenditore e, più in generale, del management della società. È infatti interesse del Socio Investitore incentivare la componente gestionale che rappresenta una determinante essenziale del successo della società e dunque dell'operazione. Tra le regole di *corporate governance* maggiormente diffuse nella prassi operativa del *private equity*, tendenti a garantire la stabilità dell'azionariato della Società ed il coinvolgimento del Socio Imprenditore, meritano in questa sede una citazione:

- gli accordi di *lock-up*, in forza dei quali il Socio Imprenditore si impegna a non cedere la propria partecipazione societaria per un periodo di tempo determinato;

- gli accordi di *earn-out*, che si sostanziano in formule di pagamento parzialmente differito (nonché subordinato al raggiungimento di prefissati obiettivi economico-finanziari) del prezzo convenuto per la compravendita di una partecipazione azionaria relativa ad una società, nella quale l'imprenditore che ha venduto mantenga, anche dopo la cessione, un ruolo operativo tale da poter continuare ad influenzare in modo significativo i risultati aziendali;
- i piani di *stock option* e il cosiddetto *management by objectives*, che sono meccanismi di incentivazione volti a "fidelizzare" il management, almeno fino al momento in cui il Socio Investitore abbia ceduto la Partecipazione Investitore;
- gli accordi di *exit ratchet*, in forza dei quali, al momento del disinvestimento da parte del Socio Investitore (e sul presupposto che questo si realizzi a condizioni che riflettano determinati livelli di incremento del valore della Società rispetto al momento dell'acquisto della Partecipazione Investitore), le proporzioni di partecipazione nella Società vengono idealmente riallocate tra il Socio Investitore e il Socio Imprenditore, sulla base di un prezzo prestabilito, in maniera tale che il secondo incrementi la propria partecipazione finale quale "premio" per la *performance* realizzata.

Con riferimento, in particolare, alla stabilità della compagine sociale, questa viene normalmente assicurata, oltre che dai già citati accordi di *lock-up*, anche da una serie di pattuizioni statutarie applicabili ai trasferimenti di azioni della Società successivi al termine del vincolo di *lock-up*.

Tra tali pattuizioni, assume particolare rilievo la cosiddetta "clausola di prelazione" che, nel caso di vendita della partecipazione di un socio, attribuisce agli altri il diritto di acquistare la stessa in via preferenziale, alle medesime condizioni della prospettata vendita ad un terzo.

La clausola di prelazione, dunque, da un lato attribuisce a ciascun socio il diritto di essere preferito a terzi nell'acquisto della partecipazione venduta da un altro socio, se e quando questi decida di venderla, e, dall'altro, non vincola alcun socio né con riguardo alla decisione di vendere o meno la propria partecipazione, né con riguardo alla determinazione del prezzo di tale vendita (che, peraltro, continuerà a dipendere da numerosi fattori, tra cui il generale andamento del mercato in cui opera la società ed i risultati economici ottenuti dalla stessa).

IL GOVERNO DELL'IMPRESA E L'INFORMATIVA SOCIETARIA

La condivisione degli obiettivi tra il Socio Imprenditore e il Socio Investitore, il riconoscimento dell'importanza di un certo tipo di struttura societaria e di trasparenza informativa per l'apertura nei confronti del mercato dei capitali, la tutela dei soci di minoranza rappresentano le determinanti principali delle norme che spesso vengono definite al fine di regolare i diritti dei

soci, l'informativa societaria e il governo societario. Vanno in questo senso, ad esempio, la definizione della rappresentanza del Socio Investitore negli organi societari e le regole di funzionamento di tali organi. È d'uso, infatti, che il Socio Investitore sia rappresentato, all'interno dell'organo amministrativo della Società, tipicamente il Consiglio di Amministrazione, in misura proporzionale o più che proporzionale rispetto all'entità della Partecipazione Investitore.

Il Consiglio di Amministrazione assume pertanto una centralità fondamentale nel governo dell'impresa, che raramente viene riscontrata nei casi in cui il Socio Imprenditore rappresenta l'unico azionista. Esso diventa così l'ambito di confronto istituzionale per le decisioni-chiave dell'impresa e di monitoraggio per la realizzazione del piano di crescita inizialmente concordato e condiviso con il Socio Imprenditore.

Ovviamente in questo quadro sarà interesse di entrambi i Soci instaurare anche "canali" di confronto più informali e rapidi, che favoriscano una gestione tempestiva ed efficace nell'interesse dell'impresa stessa (ad esempio: riunioni informali, semplici telefonate, ...). Analogamente tutte le norme che regolano l'esercizio del diritto di voto del Socio di minoranza tendono a favorire la partecipazione del Socio Investitore e riconoscono la condivisione di alcuni obiettivi comuni con il Socio Imprenditore. Alcune materie diventano pertanto di decisione collegiale del Consiglio di Amministrazione e non delegabili al Socio Imprenditore. Tramite la previsione di adeguati *quorum* deliberativi, potrà essere garantito al Socio Investitore il diritto di veto su determinate decisioni estremamente significative per la Società. Tra queste occorre citare, in particolare, le modifiche dello statuto sociale, la distribuzione di riserve e dividendi, l'approvazione del *budget* annuale e dei documenti di pianificazione pluriennali, l'approvazione della bozza del bilancio di esercizio e di quello consolidato, la nomina e revoca dell'amministratore delegato e/o del direttore generale, la redazione dei progetti di fusione e/o scissione, le eventuali acquisizioni o alienazioni di partecipazioni in altre società, l'acquisto, cessione o affitto di aziende e/o di rami d'azienda, la cessione di asset strategici (inclusi i marchi e i brevetti) e, più in generale, tutte quelle operazioni aventi carattere straordinario (ad esempio la quotazione delle azioni della Società in un mercato regolamentato, ovvero le operazioni di finanziamento - anche di firma - per importi superiori a certe soglie opportunamente fissate).

Possono infine trovare una loro regolazione anche le modalità di svolgimento delle riunioni del Consiglio di Amministrazione, la frequenza degli incontri, la condivisione di alcune scelte che incidono in modo significativo sul valore d'azienda.

Il percorso intrapreso dal Socio Imprenditore, finalizzato ad una maggiore apertura al mercato dei capitali, rende necessario che la Società instauri un dialogo continuativo con gli azionisti e, in particolare, con il Socio Investitore: è diffusamente riconosciuto, infatti,

che l'adozione di precise politiche di divulgazione delle informazioni nei confronti degli azionisti sia elemento fondamentale ed irrinunciabile nel rapporto sia con il mercato dei capitali in senso lato, che con gli esponenti del settore del *private equity*.

È, pertanto, usuale prevedere che la Società fornisca un'adeguata informativa al Socio Investitore, il quale solitamente richiede di accedere con regolarità alle informazioni societarie. Informazioni appropriate e puntuali consentono, infatti, una migliore comprensione della struttura e delle attività societarie, delle politiche e delle strategie d'impresa, nonché delle relative *performance* economico-finanziarie; informazioni poco chiare e non esaustive creano, invece, potenziali conflitti tra il Socio Imprenditore e il Socio Investitore.

In particolare, la prassi italiana e quella internazionale prevedono che la Società assicuri al Socio Investitore un *plafond* informativo che includa:

- (a) informazioni in merito ai fattori di rischio che possono influenzare le *performance* dell'investimento, tra cui, ad esempio, quelle relative:
 - al *business* o al settore in cui la Società opera;
 - alla eventuale dipendenza della Società da particolari materie prime o mercati di approvvigionamento;
 - ad operazioni effettuate con strumenti derivati o contabilizzate fuori bilancio;
 - a conflitti d'interesse, potenziali o attuali, relativi ad amministratori o dirigenti "chiave" della Società;
- (b) informazioni in merito ai dati finanziari ed operativi della Società, al fine di consentire un costante controllo sulla gestione della medesima. Tali informazioni - che saranno preparate, controllate e divulgate in conformità agli standard internazionali di contabilità - dovrebbero, in particolare, con la frequenza ritenuta più idonea, includere:
 - il conto economico riclassificato;
 - il rendiconto finanziario;
 - il budget annuale e pluriennale, inclusivo del piano di investimenti;
 - lo stato patrimoniale.

IL DISINVESTIMENTO DA PARTE DEL SOCIO INVESTITORE

In considerazione della natura intrinsecamente temporanea - e sovente compresa tra i 3 e i 5 anni - dell'investimento effettuato dal Socio Investitore, è normalmente prevista, fin dal momento dell'ingresso, la disciplina delle modalità del disinvestimento del Socio Investitore, con particolare riguardo alla definizione di un percorso che porti alla cessione della partecipazione, di una o più modalità di attuazione della cessione e delle relative modalità di valutazione della partecipazione ceduta.

Volendo qui soprassedere ad una trattazione tecnica delle numerose modalità che la prassi ha messo a punto, negli anni, per comporre i legittimi interessi delle parti coinvolte e garantire al Socio Investitore la cer-

tezza del suo disinvestimento nei tempi previsti, è sufficiente richiamare, qui di seguito, le tre condizioni imprescindibili che ogni soluzione deve rispettare per essere praticabile dal Socio Investitore, senza risultare, peraltro, iniqua per il Socio Imprenditore:

- (a) il disinvestimento deve essere attivabile entro un determinato intervallo temporale (triggering e time frame): passato un certo periodo dal suo investimento, idealmente necessario ad implementare il business plan concordato con il Socio Imprenditore, al Socio Investitore deve essere garantita la facoltà di avviare il processo di vendita della sua partecipazione. Beninteso, ciò non deve avvenire troppo presto, così da consentire l'implementazione del business plan; né troppo tardi, così da rendere possibile per il Socio Investitore l'ottimizzazione del proprio guadagno. L'esercizio del diritto in questione inoltre non deve intendersi come una facoltà "puntuale", da esercitarsi ad un certo momento o mai più, bensì come una facoltà garantita al Socio Investitore per un congruo periodo di tempo, così da permettergli il superamento, ad esempio, di eventuali condizioni congiunturali sfavorevoli alla dismissione;
- (b) la partecipazione deve essere valutata al suo reale valore di mercato (market value): la valorizzazione della partecipazione del Socio Investitore, in sede di cessione, deve essere commisurata ad una valutazione oggettiva e idealmente riferita al valore di mercato della società partecipata. In altri termini, non deve prevalere alcuna logica di valutazione soggettiva, di parte, né del Socio Imprenditore, né del Socio Investitore. Ciò può avvenire in diversi modi, quali ad esempio: i) avviando effettivamente un processo di dismissione sul mercato dell'intera società; ii) ricorrendo alla valutazione di uno o più advisor indipendenti, chiamati a simulare la logica del mercato; iii) applicando alle performance aziendali una formula di valutazione secondo parametri predefiniti (soluzione questa che, tuttavia, nella misura in cui esistano dei margini di "manovrabilità" degli indicatori di performance, trova scarso favore da parte degli Investitori);
- (c) il disinvestimento deve essere realmente perseguibile (enforceability): la praticabilità del processo di vendita, da parte del Socio Investitore, nei tempi originariamente stabiliti, deve essere garantita da opportuni automatismi esecutivi, non ostacolabili né rallentabili strumentalmente da parte del Socio Imprenditore.

Qui di seguito si descrive, per sommi capi, come alcune delle modalità di disinvestimento più diffuse nella prassi - la quotazione e la cessione attraverso trattativa privata - assolvano, in genere, i requisiti sopra richiamati.

Quotazione

Qualora la quotazione delle azioni della Società in un

mercato regolamentato sia stata preventivamente identificata tra gli obiettivi della stessa, spetta in genere al Socio Investitore il diritto di richiedere, all'interno di un intervallo temporale opportunamente prestabilito, l'avvio della relativa procedura (*triggering e time frame*). La quotazione approda, per definizione, ad un valore di mercato (*market value*). Di norma, si prevede che l'avvio della procedura da parte del Socio Investitore non possa essere impedita dal Socio Imprenditore (*enforceability*), al quale potrà essere eventualmente riconosciuto il diritto di evitare la procedura di quotazione offrendo di acquistare la Partecipazione Investitore al valore prospettico di quotazione¹.

Cessione attraverso trattativa privata (trade sale)

La cessione attraverso trattativa privata può essere disciplinata, nella prassi, secondo diverse modalità. Nel seguito se ne citano alcune, senza pretesa di essere esaustivi, ma al solo scopo di dimostrare come esse assolvano alle tre condizioni di cui sopra:

- (a) il Socio Imprenditore ed il Socio Investitore potrebbero concordare di conferire, a partire da un certo tempo, ad una primaria banca d'affari un mandato a sollecitare offerte dal mercato per l'acquisizione del 100% del capitale sociale della Società;
- (b) alternativamente, si potrebbe invece prevedere che il Socio Investitore abbia la facoltà, sempre a partire da un certo tempo, di formulare al Socio Imprenditore una proposta di vendita della Partecipazione Investitore, rimanendo inteso che, qualora quest'ultimo non accetti tale proposta (ad esempio perché non la reputi in linea col mercato) il Socio Investitore possa procedere alla cessione sul mercato del 100% delle azioni della Società. Unicamente nell'ipotesi di prezzo di mercato inferiore a quello riflesso proporzionalmente dalla proposta di vendita formulata dal Socio Investitore, sarebbe esercitabile il diritto di prelazione da parte del Socio Imprenditore;
- (c) ancora, qualora il Socio Investitore intenda cedere la Partecipazione Investitore, questo potrebbe richiedere al Socio Imprenditore di formulare, entro un termine prefissato, un'offerta di acquisto della medesima, rimanendo inteso che, nel caso in cui tale offerta non sia formulata dal Socio Imprenditore o non sia giudicata in linea col mercato dal Socio Investitore, si possa procedere alla vendita sul mercato del 100% delle azioni della Società a terzi, purché ad un prezzo maggiore di quello riflesso proporzionalmente nell'offerta del Socio Imprenditore per l'acquisto della Partecipazione Investitore (ovvero a qualsiasi prezzo, nel caso in cui tale offerta non sia stata formulata).

Viene quindi spesso riconosciuto al Socio Imprenditore la possibilità di riacquistare la partecipazione, determinando sin da subito le modalità di valu-

¹) Il "valore prospettico di quotazione" è un parametro la cui definizione può sovente risultare controversa. Nella prassi, a questo fine, si è fatto spesso riferimento alle indicazioni formulate dal *global coordinator* incaricato dell'operazione, ovvero dalla media delle indicazioni fissata da più *global coordinator* contattati dalla Società per valutare la prospettata quotazione.

tazione di tale partecipazione, qualora lo stesso modifichi il proprio obiettivo e voglia quindi intraprendere strade alternative.

Come si può ben vedere, in tutte queste ipotesi, sia la condizione dell'attivabilità della cessione entro un determinato intervallo temporale (*triggering* e *time frame*) che quella del valore di mercato della Partecipazione Investitore (*market value*) risultano assolte, ancorché quest'ultima in modo più o meno diretto. Quanto alla necessità di automatismi esecutivi (*enforceability*) che impediscano al processo di vendita di fallire per l'opposizione del Socio Imprenditore, questi possono chiamare in causa un soggetto terzo, indipendente dalle parti e dotato fiduciarmente, sin dal momento dell'investimento e da parte di entrambi i Soci, degli opportuni poteri per avviare e condurre il processo di vendita, una volta che la parte avente diritto lo abbia richiesto.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Dall'analisi del presente documento emerge quali siano la natura e la *ratio* dell'intervento di *private equity* nel capitale della Società, come l'adozione di apposite regole di *corporate governance* rappresenti un presupposto essenziale di tale intervento, quali siano le regole di buon governo e di buona gestione dell'impresa comunemente richieste dall'investitore di *private equity* e, infine, i benefici, i costi e le opportunità per la Società ed i suoi azionisti connessi all'adozione di tali modelli di comportamento.

In particolare, con riferimento ai benefici menzionati, occorre ribadire che i contributi apportati dal Socio Investitore alla Società, anche attraverso l'adozione da parte di questa di un opportuno insieme di regole di *corporate governance*, consistono, principalmente:

- (a) nel supporto alla definizione delle strategie aziendali e al processo di gestione sempre più professionale e manageriale della Società;
- (b) nell'accrescimento delle competenze e del *know-how* finanziario;
- (c) nel miglioramento dei flussi informativi interni alla Società e di quelli rivolti al mercato;
- (d) nel miglioramento dell'immagine e nell'incremento della visibilità della Società, e del conseguente allargamento del *network* di relazioni commerciali e finanziarie della stessa.

Le logiche e gli obiettivi di un intervento di finanza straordinaria, quale l'investimento nel capitale di rischio da parte di un operatore di *private equity* non sono di breve periodo e, seppur necessariamente temporanei e transitori, risultano normalmente in linea con le aspettative degli imprenditori che hanno la necessità di programmare le proprie attività produttive su un orizzonte temporale di medio/lungo termine e di trovare, pertanto, il supporto di una finanza "paziente", realmente orientata alla creazione di un valore azionario difendibile e incrementabile nel tempo. In proposito, pare

opportuno evidenziare che, a dispetto della natura temporanea dell'investimento di *private equity*, i vantaggi apportati alla Società dal Socio Investitore in termini di "cultura d'impresa" permangono normalmente nella Società anche dopo l'uscita di quest'ultimo dal capitale sociale, così che il Socio Imprenditore possa beneficiare in modo duraturo dei vantaggi derivanti dalla collaborazione con il Socio Investitore, anche successivamente al disinvestimento della Partecipazione Investitore da parte di quest'ultimo. Un management motivato a seguire strategie di massimizzazione del valore, nonché incentivato da meccanismi di remunerazione legati alle *performance* aziendali, un controllo maggiore sulle componenti del *cash flow*, una più attenta gestione della liquidità aziendale, più accurate procedure di pianificazione e controllo operativo e finanziario e un accurato sistema di *reporting* interno sono solo alcune delle caratteristiche che vengono quasi immancabilmente riscontrate nelle società che sono state partecipate da investitori istituzionali, avendo adottato un adeguato sistema di regole di *corporate governance*. Il riscontro sul campo, supportato anche da ricerche e studi di mercato condotti recentemente (in particolare, in relazione ai rendimenti delle azioni di società ammesse a quotazione a seguito di un intervento di *private equity*), sembra confermare come la presenza di investitori istituzionali nel capitale di società non quotate, con l'adozione da parte di queste di un completo sistema di regole e modelli di *corporate governance*, abbia rappresentato un importante elemento strategico per l'accrescimento del valore dell'impresa nel medio periodo, oltre a concorrere ad un sostanziale miglioramento generale della *performance* aziendale. Appare opportuno ribadire ancora una volta che ciò non sarebbe stato possibile senza la disponibilità delle imprese ad uniformarsi a regole e modelli comportamentali di buon governo, compatibili con l'ingresso di un investitore istituzionale nella compagine societaria. In conclusione, le regole di *corporate governance* appaiono numerose ed articolate; tuttavia la loro adozione rappresenta uno dei presupposti per il pieno successo dell'operazione di investimento, non soltanto per il Socio Investitore, ma anche per il Socio Imprenditore e per la Società. Se infatti la crescita di valore è prevalentemente legata a fattori di *business*, la corretta adozione delle regole di *corporate governance* può rappresentare un "acceleratore" di tale crescita nonché un elemento di riduzione del rischio d'impresa. Questo avviene non soltanto per il rafforzamento della struttura finanziaria, laddove l'intervento venga realizzato mediante aumento di capitale, ma anche grazie al dialogo che si riesce ad instaurare tra due culture (imprenditoriale e finanziaria) diverse tra loro ma complementari.

GLOSSARIO

Di seguito si riporta un glossario recante una selezione dei termini maggiormente utilizzati nel settore del private equity e del venture capital:

A

Abort cost

Spese di diverso tipo (per lo più onorari e spese per consulenti) sostenute dall'investitore istituzionale per valutare opportunità di investimento non andate a buon fine.

Accordo di riservatezza

Accordo scritto con il quale investitore e imprenditore si impegnano a non rivelare a terzi soggetti, non direttamente coinvolti nell'operazione, i contenuti della trattativa in corso e tutte le notizie acquisite nell'ambito di essa.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, che dal 1986 riunisce la gran parte degli investitori istituzionali nel capitale di rischio presenti in Italia. Oltre a rappresentare i suoi associati, AIFI svolge un importante ruolo di diffusione, verso le imprese, della cultura del capitale di rischio e delle opportunità ad esso collegate. Per potere avere informazioni più precise sugli operatori associati ad AIFI si può consultare il sito web dell'Associazione, all'indirizzo www.aifi.it.

B

Bridge financing

Finanziamento "ponte" concesso da istituzioni di natura bancaria a supporto di operazioni di finanza straordinaria complesse ed immediatamente rimborsato all'atto della conclusione dell'operazione ovvero in un periodo immediatamente successivo.

Business plan

Documento nel quale un progetto di impresa, o un piano di sviluppo, viene esposto in termini di linguaggio aziendale, con riferimento alle variabili strategiche, tecnologiche, commerciali ed economico-finanziarie. Esso è la base per la richiesta del capitale di rischio e quindi è, spesso, per l'imprenditore il primo strumento di contatto con l'investitore istituzionale.

Buy back

Riacquisto di azioni proprie da parte di una società. Utilizzato comunemente anche per definire il riacquisto delle azioni possedute dall'investitore nel capitale di rischio da parte degli altri soci.

Buy or Sell Clause

Clausola tra azionisti che imponga ad una delle parti (A) di fissare un prezzo per azione (quota) e obblighi l'altra parte (B) alternativamente a: i) vendere tutte le sue azioni (quote) ad A a quel prezzo; ovvero ii) a comprare tutte le azioni (quote) detenute da A, sempre sulla base del medesimo prezzo. Questa clausola è particolarmente utile in situazioni in cui la compagine sociale è formata sia da investitori istituzionali che strategici.

C

Call option

Diritto ad acquistare da un soggetto determinato la partecipazione nell'impresa da quest'ultimo detenuta, a condizioni prefissate, ad una certa data oppure al verificarsi di determinati eventi.

Capital gain

Differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione e il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale di un investitore nel capitale di rischio.

Capital under management

Con riferimento ad una società di gestione di Fondi, rappresenta l'ammontare complessivo di fondi disponibili per future operazioni, sommato ai fondi già investiti (considerati al costo) e non ancora disinvestiti.

Carried interest

Incentivo riconosciuto ai gestori di un Fondo, sulla base della performance complessiva fatta registrare dall'attività di investimento. Nella prassi si aggira intorno al 20% del capital gain realizzato e si applica solamente qualora venga superato un livello minimo di rendimento (hurdle rate).

Cash flow

Flussi di cassa monetari derivanti da attività di impresa, che naturalmente possono essere positivi o negativi.

Closing

Momento della conclusione di un'operazione di investimento, generalmente coincidente con la girata delle azioni (quote) della società acquisita e il conseguente versamento del prezzo di acquisto da parte dell'investitore.

Cluster venture

Operazione di investimento finalizzata al raggruppamento (*cluster*) di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente od orizzontalmente, e caratterizzate da similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie.

Commitment

Termine con il quale si identifica, in modo generale, “l’impegno ad investire e/o a gestire” di una parte rispetto ad un’iniziativa o a un progetto.

Corporate governance

Insieme delle regole che definiscono i comportamenti da rispettare per il buon governo dell’impresa e i rapporti tra i soci e il management.

Corporate venturing

Attività di Venture Capital promossa e realizzata da gruppi industriali con l’obiettivo di acquisire partecipazioni in aziende sinergiche, sotto il profilo strategico, tecnologico o commerciale, con l’attività svolta dalla capo-gruppo.

Covenant

Clausola di un contratto di finanziamento a tutela del finanziatore. Nel caso in cui i limiti previsti in sede contrattuale vengano superati dall’impresa affidata, è prevista l’immediata esigibilità delle somme ancora dovute.

D

Deal

Investimento effettuato da un investitore nel capitale di rischio.

Deal breakers

Fattori che possono determinare la mancata realizzazione di un’operazione di investimento, generalmente emergenti durante il processo di *due diligence* (si veda la voce corrispondente) o di negoziazione.

Deal flow

Flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio.

Debito senior

Finanziamento a titolo di capitale di debito, il cui rimborso è privilegiato rispetto a tutte le altre forme di finanziamento e la cui remunerazione è correlata ad un tasso di interesse, fisso o variabile, definito al momento dell’erogazione del finanziamento.

Debito subordinato

Finanziamento a titolo di capitale di debito, definito anche *junior debt*, il cui rimborso è subordinato al preventivo rimborso di altre forme di debito (definite *senior*).

Default

Caso di esigibilità anticipata dei prestiti. Interviene quando un covenant non risulta rispettato.

Delisting

Rappresenta il processo inverso rispetto alla quotazione e comporta la cancellazione di una società quotata dal listino della borsa. Viene anche definito *public to private*.

Development capital

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell’impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) un’attività già esistente (definito anche *Expansion financing*).

Disinvestimento

Cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall’investitore al termine di un’operazione di investimento e una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all’interno dell’azienda partecipata.

Drag along option

Diritto dell’investitore nel capitale di rischio di obbligare gli altri soci alla vendita del controllo dell’impresa, in genere qualora le previste, alternative modalità di disinvestimento da parte dell’investitore non siano state perseguibili entro un termine concordato (definito anche Diritto di trascinarsi).

Due diligence

Insieme di attività, svolte direttamente dall’investitore o per mezzo di consulenti esterni, volte ad approfondire, preventivamente all’investimento, “lo stato di salute” dell’impresa e la corrispondenza dei contenuti del *business plan*.

E

Early Stage financing

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa (comprendente sia le operazioni di *seed* che quelle di *start up*).

Earning Before Interest and Taxes (EBIT)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Netto di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica definito dalla differenza tra i ricavi, i costi operativi e gli ammortamenti, esclusi gli interessi passivi netti e le imposte.

Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Lordo di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica, definito dalla differenza tra i ricavi e i costi operativi, esclusi gli ammortamenti, gli interessi passivi netti e le imposte.

Earn out

Formula attraverso la quale parte del pagamento del prezzo di acquisto di un'impresa o di una quota di essa viene vincolata al verificarsi di determinate condizioni economiche, finanziarie o patrimoniali future.

Employees Buy Out

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale la proprietà risulta distribuita, in maniera diffusa, tra i dipendenti della stessa (definita anche *Workers Buy Out*).

Equity

Capitale proprio dell'azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di titoli azionari o quote. La sua remunerazione dipende dalla redditività e dal successo dell'iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito ai soci tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni.

Equity Kicker

Opzione concessa a particolari categorie di finanziatori a titolo di capitale di debito, che consiste nella possibilità di sottoscrivere una partecipazione minoritaria al capitale di rischio, generalmente in sede di disinvestimento da parte dell'investitore .

EVCA

European Private Equity and Venture Capital Association, è l'associazione che riunisce tutti gli operatori di Private Equity e Venture Capital presenti sul mercato a livello europeo.

Exit

Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento.

Exit ratchet

Meccanismo di incentivazione per l'imprenditore/manager che permette a quest'ultimo, in sede di disinvestimento congiunto, di ottenere una parte dei proventi derivanti dalla cessione della partecipazione ceduta dall'investitore.

Expansion financing

Si veda la voce *Development capital*.

F

Financial rounds

Successivi finanziamenti a titolo di capitale di rischio apportati da un investitore nel capitale di rischio ad una impresa (si definiscono *first, second, ...*).

Follow on investment

Successivo investimento nel capitale di rischio di un'impresa già partecipata dallo stesso investitore nel capitale di rischio.

Fondo mobiliare chiuso

Strumento finanziario che raccoglie capitali presso investitori istituzionali (quali banche, fondazioni, compagnie assicurative, fondi pensione) e presso privati, per investirli nel capitale di rischio di imprese non quotate.

Fund of funds (Fondo di fondi)

Rappresenta un fondo che investe in altri fondi. In questo modo, scegliendo fondi differenti ed in paesi differenti, si ha la possibilità di ridurre il rischio di portafoglio.

H

Hands off (approccio)

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato dall'assenza di alcun coinvolgimento nella gestione dell'impresa.

Hands on (approccio)

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato da un attivo coinvolgimento alla gestione d'impresa.

Hurdle rate

Tasso di rendimento minimo, sopra il quale scattano i meccanismi di incentivazione per i gestori dei fondi chiusi (*carried interest*).

I

Information memorandum

Documento che riassume le caratteristiche generali di un'impresa o di uno start-up a beneficio di un potenziale investitore nel capitale di rischio.

Initial Public Offering (IPO)

Offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni di un'impresa, finalizzata ad avviare il processo di quotazione in Borsa.

Internal Rate of Return (IRR)

Tasso interno di rendimento, indica il rendimento annuo composto di un'attività di investimento ed è calcolato mediante il confronto tra le uscite relative all'investimento e le entrate da questo derivanti. Rappresenta il metodo di valutazione delle performance utilizzato nel settore degli investimenti in capitale di rischio ed è calcolabile sia con riferimento ad un singolo investimento, sia rispetto all'intero portafoglio dell'investitore.

Investimento in sindacato

Investimento effettuato in compartecipazione da più investitori nel capitale di rischio.

Investitore captive

Operatore nel capitale di rischio posseduto per una quota di maggioranza da un'istituzione finanziaria o industriale, che ne definisce le linee strategiche e operative, e gli fornisce i capitali necessari per l'attività di investimento. Si contrappone all'investitore "indipendente" (vedi voce).

Investitore indipendente

Operatore nel capitale di rischio non riconducibile, in termini sia di emanazione che di provenienza dei capitali utilizzati, ad un'altra istituzione finanziaria o industriale, mantenendo, pertanto, totale autonomia strategica e gestionale.

L

Lead Investor

Investitore istituzionale che assume il ruolo di leadership in operazioni di investimento in sindacato con altri investitori che seguono a ruota, detti *followers*.

Lettera di intenti

Documento nel quale vengono definiti, in via preliminare, i principali aspetti economici, legali e societari dell'operazione di investimento, che dovranno essere poi ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento.

Leveraged Buy Out

Tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito, che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa.

Lock-up

Accordo tra i soci di una società in base al quale tutti o parte di questi si impegnano a non cedere le proprie partecipazioni prima di una predeterminata scadenza.

M

Management Buy In (MBI)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di manager precedentemente esterni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management Leveraged Buy In (MLBI).

Management Buy Out (MBO)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di manager interni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management Leveraged Buy Out (MLBO).

Management by objectives

Meccanismo di incentivazione volto a fidelizzare il management sulla base dell'individuazione di alcuni obiettivi al verificarsi dei quali sono previsti riconoscimenti economici.

Management fee

Commissione che spetta ai gestori di fondi chiusi per i servizi (di origination, consulenza e gestione delle partecipazioni) realizzati a favore di tali investitori istituzionali. Si colloca tra il 2 ed il 2,5% annuo sull'ammontare dei fondi gestiti.

Mezzanine finance

Il termine identifica una modalità di finanziamento con caratteristiche in parte simili al debito ed in parte simili a una partecipazione al capitale di rischio. Prende generalmente la forma di obbligazioni convertibili o di warrants. La sua remunerazione è in genere superiore al senior loan per effetto del maggior rischio legato alla postergazione rispetto al debito classico (da 1 a 3% in più) e dispone di una possibilità di partecipazione al capitale (*equity kicker*).

P

Patti parasociali

Insieme di contratti che regolano i rapporti tra i diversi soci e le loro modalità di partecipazione agli organi collegiali della società.

Portfolio company

Impresa presente nel portafoglio di un investitore nel capitale di rischio.

Price on earning

Multiplo borsistico derivante dal rapporto tra il valore della capitalizzazione di Borsa di un'impresa e il suo risultato netto.

Private Equity

Termine utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, "il mestiere" dell'investitore nel capitale di rischio, facendo specifico riferimento alle operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale.

Put option

Diritto a vendere a un soggetto determinato la propria partecipazione nell'impresa, a condizioni prefissate, ad una certa data oppure al verificarsi di determinati eventi.

R

Replacement capital

Investimento finalizzato alla ristrutturazione della compagine societaria di un'impresa, in cui l'investitore nel capitale di rischio si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più interessati a proseguire l'attività.

Reporting

Insieme delle informazioni periodiche richieste dall'investitore nel capitale di rischio e prodotte dalla società partecipata, per permettere un monitoraggio continuo dell'investimento in quell'impresa.

S

Seed financing

Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio.

Spin off

Creazione di una società indipendente ed autonoma, derivante dallo scorporo di uno o più determinati rami d'azienda (spin-off industriale) ovvero di uno o più prodotti derivanti dall'attività di ricerca (spin-off di ricerca, o accademico). (Definito anche *Carve out*).

Start up financing

Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

Stock option

Opzione che permette, a chi la possiede, di acquisire a condizioni vantaggiose e a una certa data (o al verificarsi di alcune condizioni) azioni (quote) della società. Abitualmente vengono distribuite tra il management della società.

Success fee

Commissione riconosciuta a consulenti esterni in caso di conclusione dell'operazione di investimento.

Syndication

Si veda la voce Investimento in sindacato.

T

Tag along option

Diritto dell'investitore nel capitale di rischio di partecipare, pro-quota, alla vendita, nel caso in cui gli altri soci decidano di cedere la loro partecipazione nell'impresa (definito anche Diritto di covendita).

Target company

Impresa oggetto di investimento da parte di un investitore nel capitale di rischio.

Track record

Risultati professionali ottenuti in precedenza da un investitore nel capitale di rischio, utilizzati per valutarne la professionalità e lo standing.

Trade sale

Modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore nel capitale di rischio viene ceduta ad un acquirente industriale, determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica.

Turnaround financing

Operazione con la quale un investitore nel capitale di rischio acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla e renderla nuovamente profittevole.

V

Venture backed company

Impresa che è stata oggetto di investimento da parte di un Venture Capitalist.

Venture Capital

Attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata ad operazione c.d. di Early stage (*seed financing* o *start up financing*).

W

Way out

Si veda la voce *Exit*.

Write down

Investimento non performante secondo le aspettative dell'investitore di rischio e dunque parzialmente svalutato nel portafoglio di quest'ultimo.

Write off

Abbattimento totale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento.

Y

Yield

Dividendi espressi in percentuale del prezzo delle azioni.

Supplemento al n° 6 Settembre-Ottobre 2005 de "L'Impresa. Rivista Italiana di management"
Direttore responsabile: Francesco Bogliari
Editore: Libri Scheiwiller Periodici srl. Reg. Tribunale Milano 12/1/1985, n° 13. ISSN 0035-6816
Finito di stampare nel settembre 2005 da Villaggio Cristo Redentore srl, Troina (En)
Tariffa R.O.C. Poste Italiane Spa, spedizione in abbonamento postale, D.L. 353/2003
(conv. In L.27/2/2004 n° 46) art.1, comma 1, DCB Milano