

# ASPETTI LEGALI DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL:

## DESCRIZIONE DELLA DOCUMENTAZIONE CONTRATTUALE E ANALISI DELLE PRINCIPALI CLAUSOLE



## AGENDA

- **Introduzione: similitudini e diversità**
- **Struttura delle operazioni di *private equity* e *venture capital***
- **Descrizione della documentazione contrattuale di rilievo:**
  - a. NDA
  - b. Term sheet
  - c. Accordo di investimento
  - d. Patto parasociale/Statuto
  - e. Accordi non concorrenza
- **Clausole di rilievo**
  - a. Corporate governance (materie riservate, CDA e organo di controllo)
  - b. Exit
  - c. Clausole tipiche del venture capital
  - d. Clausole tipiche del private equity



# Quali sono le differenze e le analogie tra un'operazione di PE e VC?



# PE vs VC

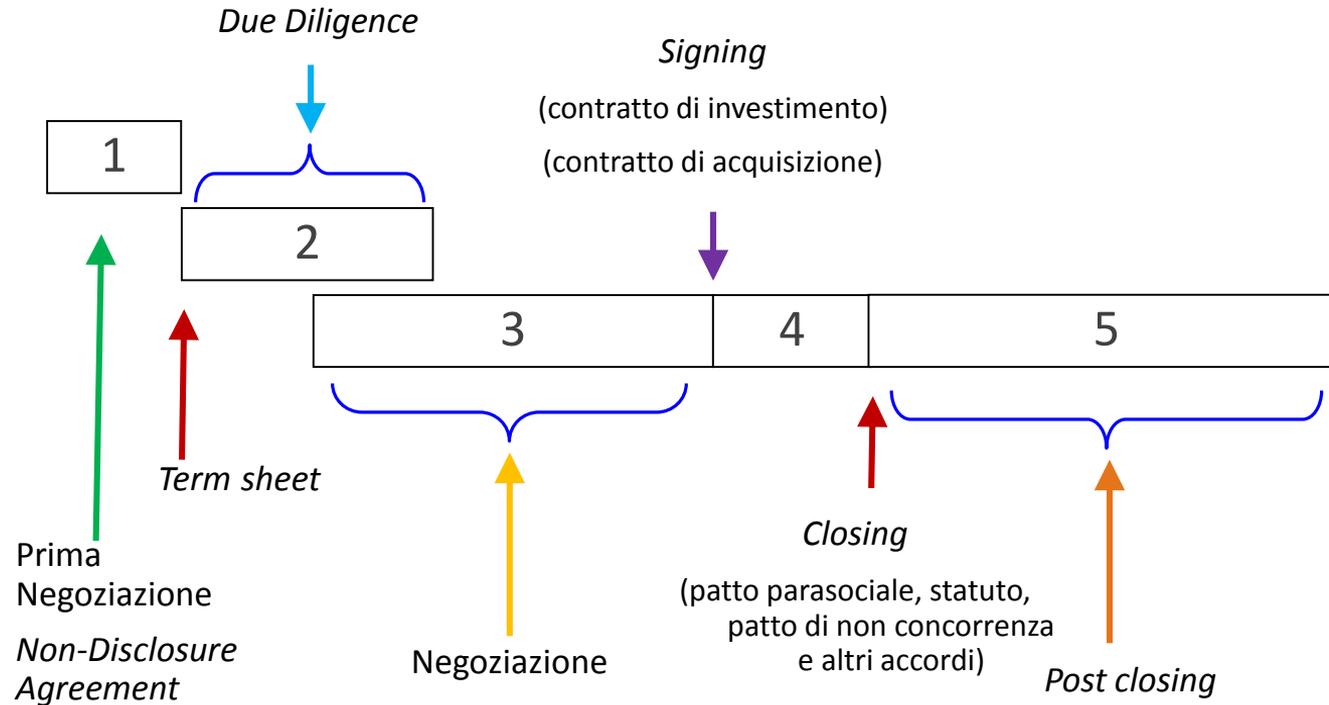


# Struttura delle operazioni di PE e VC

## L'ingresso del socio investitore



## I tempi di un'operazione di investimento



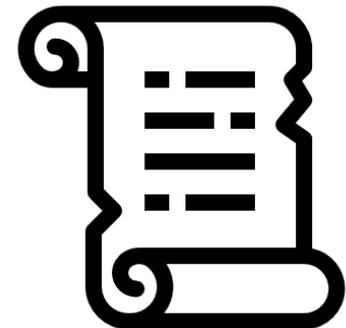
# Negoziazione

## Consigli pratici:

- Acquisire informazioni sulle controparti e sulle loro aspettative
- Identificare le questioni rilevanti ed i punti davvero importanti
- Mai perdere di vista gli obiettivi perseguiti, ma essere ragionevoli e cercare soluzioni di compromesso nell'interesse di tutte le parti
- Non essere cavillosi su questioni di poco conto
- Cercare di essere efficienti e pratici nelle modalità di negoziazione
- Agire sempre in modo corretto e chiaro con serietà e professionalità
- Confrontarsi su questioni tecniche e complesse con un consulente esperto e competente



# La documentazione contrattuale



## I principali documenti contrattuali



## ***Non-Disclosure Agreement (NDA)***

Accordo con cui le parti si impegnano a non divulgare alcuna informazione relativa all'investimento e all'attività aziendale a partire dalla data del possibile investimento o dalla data di firma del *Termsheet*

L'accordo di riservatezza è solitamente sottoscritto prima che inizi la fase di valutazione relativa alla fattibilità dell'investimento

Se non viene firmato l'NDA, l'obbligo di confidenzialità viene solitamente incluso nel *Termsheet*.

**Il *term sheet* o LOI o MOU**

**Va sempre predisposto?**



**Che efficacia ha?**

## Il *Term Sheet*

- Qualora le parti non abbiano già sottoscritto un accordo di riservatezza (NDA), è consigliabile sottoscrivere un *term sheet* che includa tra l'altro obblighi di riservatezza e confidenzialità.
- Dovrebbe essere scritto in modo da dare atto dello stato delle trattative, precisando le questioni su cui è stato già raggiunto un accordo e porre le basi per le negoziazioni future.
- Sarebbe opportuno distinguere le disposizioni vincolanti da quelle che non lo sono.
- Attenzione, se scritto male potrebbe anche essere interpretato come un preliminare!



## Clausole vincolanti e non vincolanti



**Termine per *due diligence***  
**Costi**  
**Esclusiva**  
**Termine di efficacia del TS**  
**Legge e foro competente**



**Contenuto, modalità e tempistica dell'investimento**  
**Valutazione della società**  
**Prezzo**  
**Rapporto tra le parti**  
**Modalità e fasi del disinvestimento**

## Il contratto di investimento/acquisizione

Un accordo quadro che solitamente regola:

- il contenuto, le modalità e la tempistica dell'investimento/acquisizione
- i termini economici dell'operazione, nonché le modalità e le tempistiche dei pagamenti
- le dichiarazioni e garanzie dei soci attuali/venditori
- gli obblighi di indennizzo dei soci attuali/venditori



## Struttura del contratto di investimento/acquisizione

Contenuto principale:	Allegati:
<ul style="list-style-type: none"><li>• oggetto dell'investimento/acquisizione</li><li>• obblighi e attività precedenti al closing</li><li>• Obblighi ed attività al closing</li><li>• obblighi e attività successivi al closing</li><li>• dichiarazioni e garanzie e connessi obblighi di indennizzo</li><li>• obblighi di riservatezza</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Business Plan</li><li>• Bozza del Patto parasociale</li><li>• Bozza del Nuovo Statuto</li><li>• Bozze dei Contratti di collaborazione e consulenza</li><li>• Bozza del Patto di Non Concorrenza e del Patto di Stabilità</li><li>• ecc.</li></ul>

## Obiettivi della negoziazione a confronto



## Obiettivi dell'investitore

- *Assets della target* (quali ad es. diritti di proprietà intellettuale e industriale)
- Tutela dell'exit: clausole di *tag along* (co-vendita), di *drag-along* (trascinamento), quotazione e *trade sale*
- Materie riservate alla competenza dell'assemblea e del CdA e quorum qualificati (in caso di investimento di minoranza)
- Criteri di nomina degli amministratori; poteri degli amministratori delegati

## Obiettivi dei fondatori

- Certezza dell'investimento (capitale di rischio non legato al raggiungimento di milestones)
- Diritto di prelazione
- Particolare attenzione all'exit del socio investitore per evitare (i) di diventare soci di minoranza con nuovi soci non graditi e (ii) svalutazioni dell'azienda o vendite forzate
- Autonomia gestionale con riferimento a questioni di ordinaria amministrazione

## Patto Parasociale

Si tratta di un contratto a **efficacia obbligatoria** concluso tra le parti.

---

### Corporate governance

competenze e quorum deliberativi dell'assemblea e del consiglio di amministrazione, criteri di nomina e revoca degli amministratori e loro poteri, ecc.

---

### Situazioni di stallo decisionale

*call and put option*, liquidazione della società

---

### Modalità e vincoli di circolazione delle partecipazioni

*lock up*, diritto di prelazione/prima offerta, gradimento, *tag along*, *drag along*

---

## Statuto vs Patto Parasociale

### Statuto:

vincola tutti i soci

durata corrispondente a quella della società

efficacia erga omnes: opponibilità ai terzi

efficacia reale: ammessa l'esecuzione in forma specifica

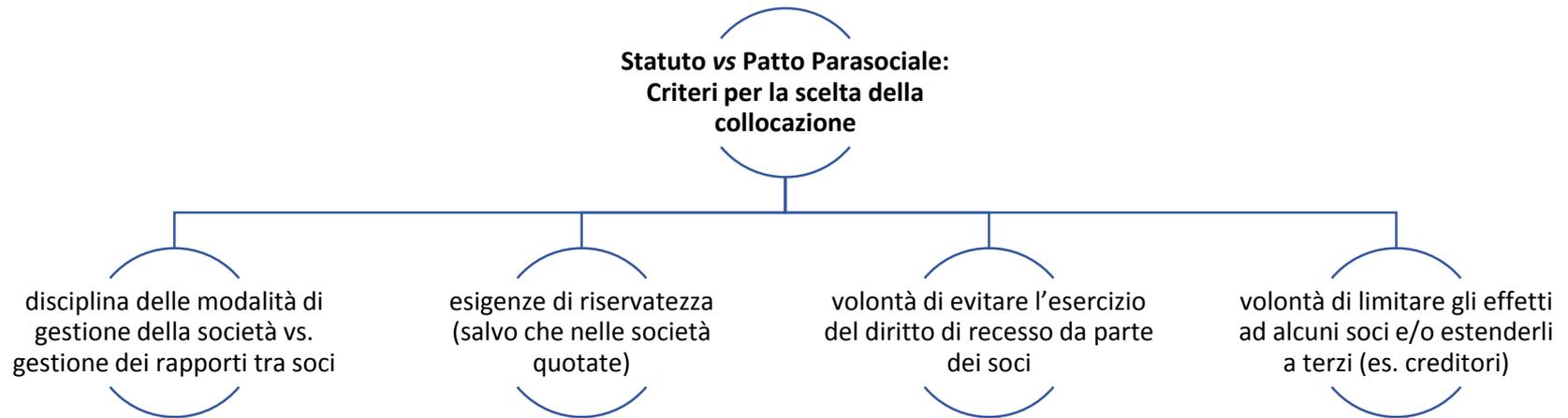
### Patto parasociale:

Vincola tutti i firmatari (in teoria, ma non necessariamente, tutti soci)

durata massima: liberamente pattuita dalle parti (S.r.l.) vs. 5 anni (S.p.A.) vs. 3 anni (S.p.A. quotate, artt. 122-123 T.U.F.)

efficacia inter partes: vincola solo i soci sottoscrittori

efficacia obbligatoria: ammesso solo il risarcimento se risulta provato il danno in giudizio



## Statuto vs Patto Parasociale: Tecniche di collocazione

duplicazione delle previsioni  
inseribili in statuto anche nel  
patto parasociale

inclusione nel patto parasociale  
delle sole previsioni non  
inseribili in statuto

## Patti di non concorrenza

### Obiettivo dell'investitore:

- 1) limitare la libertà dei *key people* di svolgere attività in concorrenza con la società fino ad un certo periodo successivo alla cessazione della carica e/o del rapporto di lavoro
- 2) disciplinare conseguenze in caso di violazione del patto

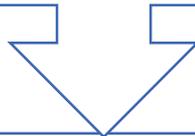
### In pendenza di rapporto, l'obbligo di non concorrenza già sussiste:

- per il rapporto organico di amministratore, in forza dell'art. 2390 cc
- per il rapporto di lavoro subordinato, in forza dell'art. 2105 cc (obbligo di fedeltà)

## Patti di non concorrenza

### In pendenza del rapporto di amministrazione

**«Gli amministratori non possono assumere la qualità di soci illimitatamente responsabili in società concorrenti, né esercitare un'attività concorrente per conto proprio o di terzi, né essere amministratori o direttori generali in società concorrenti, salvo autorizzazione dell'assemblea»**



**«Per l'inosservanza di tale divieto l'amministratore può essere revocato dall'ufficio e risponde dei danni»**

## Patti di non concorrenza

### In pendenza del rapporto di lavoro subordinato

**prestatore di lavoro non deve trattare affari, per conto proprio o di terzi, in concorrenza con l'imprenditore, né divulgare notizie attinenti all'organizzazione ed ai metodi di produzione dell'impresa, o farne uso in modo da poter recare ad essa pregiudizio»**

Successivamente alla cessazione dalla carica e/o dell'eventuale rapporto di lavoro:

## Patti di non concorrenza

### RAPPORTO ORGANICO

- Il patto sarà inserito direttamente nell'accordo di investimento/acquisione e dovrà (art. 2596 cc):
1. essere previsto per iscritto
  2. essere circoscritto per oggetto, tempo e luogo
  3. durare non più di 5 anni

### LAVORO SUBORDINATO

- Il patto sarà inserito nel contratto di lavoro e dovrà (art. 2125 cc):
1. essere previsto per iscritto
  2. essere circoscritto per oggetto, tempo e luogo
  3. durare non più di 5 o 3 anni
  4. prevedere un corrispettivo

### RAPPORTO DI CONSULENZA

- Il patto sarà inserito nel contratto e dovrà (art. 2596 cc):
1. essere previsto per iscritto
  2. essere circoscritto per oggetto, tempo e luogo
  3. durare non più di 5 anni

## Patti di Stabilità

- **Stabiliscono una durata minima del rapporto tra società e *key people*, mediante l'obbligazione di una o di entrambe le parti a non recedere dal rapporto prima della scadenza del patto**
- **Possono prevedere un obbligo reciproco di stabilità oppure soltanto a carico dell'amministratore/lavoratore. Nel secondo caso dovrà essere previsto un corrispettivo – anche un'obbligazione non-monetaria – purché non simbolica e proporzionata alla limitazioni imposte al lavoratore**
- **Le parti possono predeterminare l'ammontare del danno derivante dal mancato rispetto del patto di stabilità tramite apposita clausola penale (il cui ammontare potrebbe, ad es., essere pari a una percentuale della retribuzione dovuta)**

## Violazione di un patto di stabilità: *good leaver o bad leaver?*

Nel caso in cui il soggetto vincolato da un patto di stabilità sia anche socio, per l'ipotesi di violazione del patto si è soliti prevedere il diritto di opzione di acquisto della partecipazione del socio inadempiente da parte degli altri soci/investitori ad un prezzo predeterminato

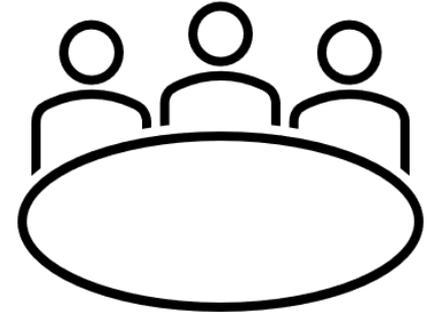


**Good leaver:** coloro i quali, uscendo dalla società per ragioni a loro non imputabili (licenziamento senza giusta causa o giustificato motivo soggettivo, revoca senza giusta causa, sopravvenuto impedimento fisico a lavorare, ecc.), potranno vendere la propria partecipazione al suo valore di mercato



**Bad leaver:** coloro i quali, uscendo dalla società per ragioni a loro imputabili (licenziamento per giusta causa o giustificato motivo soggettivo, revoca per giusta causa, condanna per reato non colposo, violazione obbligo non concorrenza o riservatezza in vigenza incarico), potranno essere costretti a vendere la propria partecipazione al suo valore nominale

# *Corporate Governance*



## Come cambiano le regole di *corporate governance* con l'ingresso di uno o più investitore in un'operazione di Venture Capital

Solitamente, l'investitore vuole avere il diritto di designare almeno un membro del CdA e, ove esistente, dell'organo di controllo della società

Per qualsiasi fase dell'investimento:

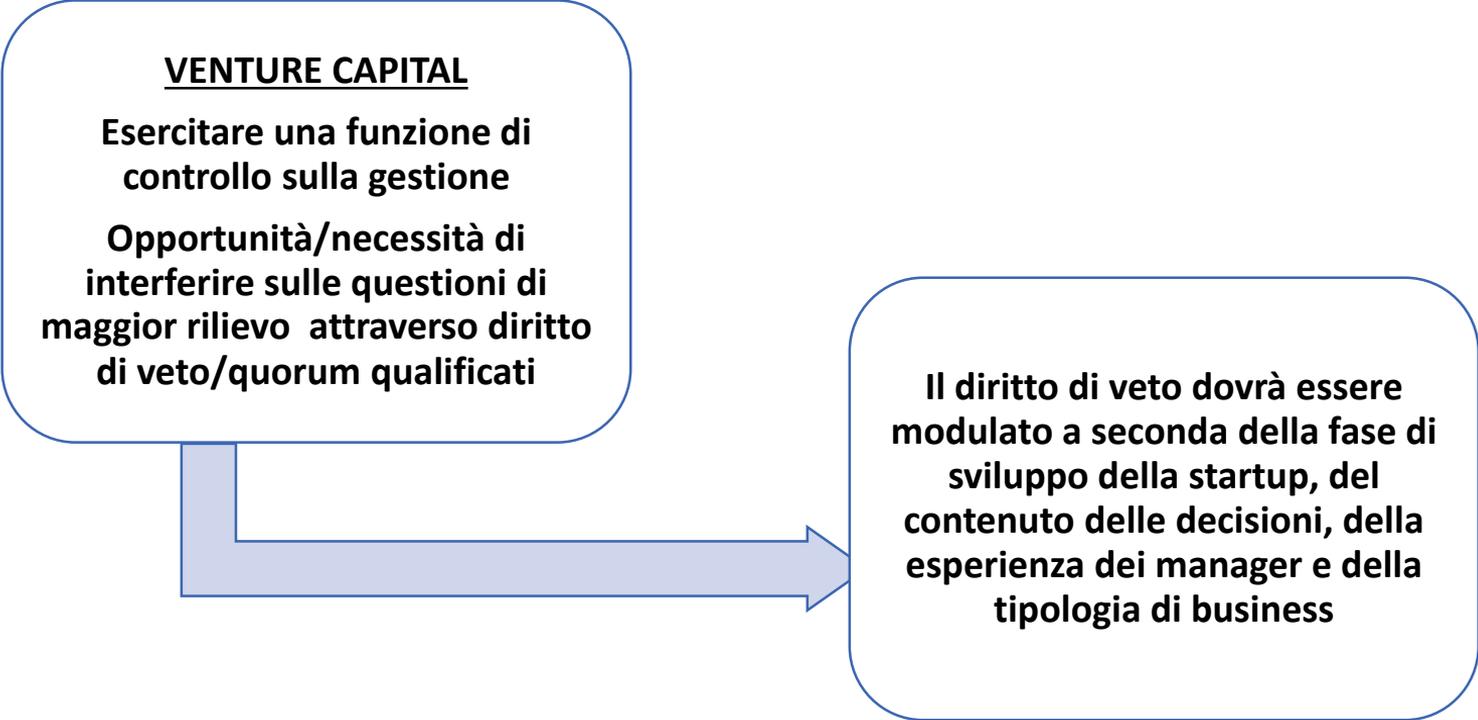
- Seed
- Early stage
- Later stage?

A prescindere dalla partecipazione acquisita?  
Anche nel caso in cui l'investitore non sia un *lead investor*?

### **VENTURE CAPITAL**

**Esercitare una funzione di controllo sulla gestione**

**Opportunità/necessità di interferire sulle questioni di maggior rilievo attraverso diritto di veto/quorum qualificati**



**Il diritto di veto dovrà essere modulato a seconda della fase di sviluppo della startup, del contenuto delle decisioni, della esperienza dei manager e della tipologia di business**

## Come cambiano le regole di *corporate governance* con l'ingresso di uno o più investitore in un'operazione di Private Equity

Solitamente, l'investitore vuole avere il diritto di designare la maggioranza dei membri del CdA e, ove esistente, dell'organo di controllo della società

Per qualsiasi fase  
dell'investimento?

A prescindere dalla  
partecipazione  
acquisita?

## ***Corporate governance: le esigenze dei founder*** ***Venture Capital***

Non deve essere ostacolata la gestione ordinaria della società.

Il *day to day management* deve essere agevolato

Apertura al confronto con qualcuno dotato di adeguate competenze tecniche ed esperienza. Un amministratore qualificato in consiglio è ben gradito



Le deleghe in seno al consiglio, per forza di cose speculari al diritto di veto, devono essere tali da rispettare l'autonomia della gestione ordinaria

**PRIVATE EQUITY**

**Gestione della società affidata al  
socio investitore**

**Nomina la maggioranza del CdA**

**Può essere confermato in tutto o in  
parte il precedente management**



**Ai soci fondatori viene riconosciuto il diritto di nominare uno o più  
amministratori (in ogni caso di minoranza)**

**Non vengono assegnati diritti di veto agli amministratori nominati su  
designazione dei soci fondatori**

## ***Corporate governance: la soluzione ottimale***

**Le regole di *corporate governance* devono essere espressione di un bilanciamento di interessi delle parti coinvolte**

**Obiettivo comune delle parti dovrebbe essere la crescita ed il benessere dell'azienda**



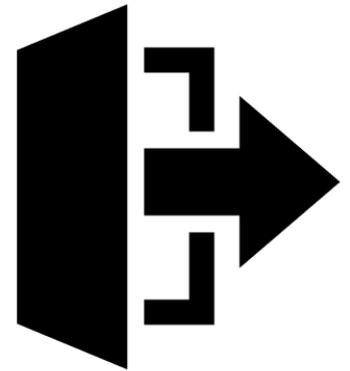
**Sarebbe auspicabile flessibilità e buon senso durante la fase di negoziazione**

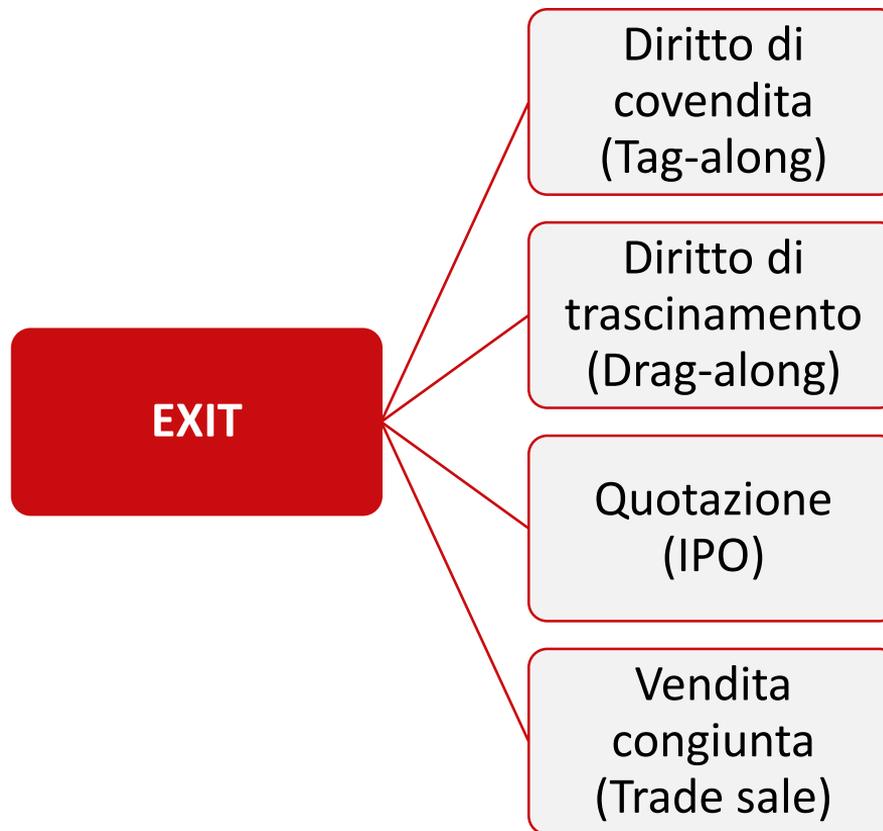
## Il rapporto di amministrazione

### Alcuni interrogativi:

- Come deve essere disciplinato il rapporto tra l'amministratore esecutivo/delegato e la società?
- E' sufficiente la delibera di nomina assembleare con conseguente delibera consiliare di attribuzione di poteri?
- Quando è necessario/opportuno accompagnare la delibera con un contratto ad hoc (di lavoro autonomo o subordinato)?
- Quali sono i contenuti tipici del contratto di lavoro ad hoc?

# L'EXIT





## TAG-ALONG

Diritto di un socio di  
"seguire" un altro  
socio nella vendita  
della propria  
partecipazione

Cessione integrale  
vs. cessione parziale  
della partecipazione

Corrispettivo basato  
sullo stesso equity  
value per tutte le  
parti venditrici  
(salva applicazione  
della liquidation  
preference ove  
applicabile)

Alcuni aspetti

covendita  
proporzionale vs.  
covendita totale

rilevanza del change  
of control

## TAG-ALONG (segue)

- Se il terzo rifiuta di acquistare la partecipazione del socio co-venditore:
  - divieto di vendita (anche parziale) per il socio venditore vs.
  - obbligo del socio venditore di ridurre la propria partecipazione messa in vendita per garantire la partecipazione del socio co-venditore alla vendita

# DRAG-ALONG

Diritto dell'investitore di "trascinare", nel contesto della cessione della propria partecipazione ad un terzo, anche le partecipazioni degli altri soci, i quali saranno obbligati a cederle

Presupposti e modalità di esercizio

offerta per l'acquisto del 100%:  
trascinamento totale

offerta per l'acquisto di una  
percentuale inferiore al 100% ma  
maggiore del 50%:  
trascinamento proporzionale

## DRAG-ALONG (segue)

- Corrispettivo:
  - basato sullo stesso equity value per tutti i soci (salva applicazione della liquidation preference ove applicabile);
  - non significativamente inferiore al valore della società come calcolato in caso di esercizio del diritto di recesso (art. 2473-ter c.c.): c.d. principio dell'equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa (Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 88)
- Inserimento della clausola nello statuto: in materia di S.p.A. l'orientamento maggioritario richiede il voto favorevole di tutti i soci, data la forte incisione sui diritti individuali dei soci di minoranza (Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 99).



## QUOTAZIONE

Processo scandito in più fasi così sintetizzate:

- Conferimento di mandato ad advisor finanziario e verifica della presenza dei presupposti per la quotazione
- Preparazione documentazione
- Roadshow
- Procedura di collocamento delle azioni

Modalità di esecuzione:

- Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS)
- Offerta pubblica di vendita (OPV)
- Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS)

## QUOTAZIONE (segue)

- Alcuni diritti dell'investitore:
  - diritto di attivazione della procedura
  - diritto di nomina dei soggetti-chiave coinvolti (es. advisor, global coordinator, Nomad)
  - priorità nella collocazione delle proprie azioni
  - parere vincolante nel definire la struttura dell'offerta globale
  - esenzione dal rilascio di dichiarazioni e garanzie (salvo sulla titolarità e l'assenza di vincoli sulle proprie azioni) *(nel caso di Venture Capital)*
  - esenzione o limitazione della durata dell'obbligo di lock-up *((nel caso di Venture Capital)*



## TRADE SALE (segue)

- Alcuni diritti dell'investitore:
  - diritto di attivazione della procedura
  - diritto di nominare M&A advisor
  - diritto di decidere se accettare l'offerta dell'acquirente (con obbligo degli altri soci di vendere in caso di accettazione)
- Corrispettivo: basato sullo stesso equity value per tutti i soci (salva applicazione della liquidation preference ove applicabile)
- Discussa la possibilità di collocamento nello statuto
- Criticità: rilascio di dichiarazioni e garanzie ed assunzione di connessi obblighi di indennizzo

# Clausole tipiche delle operazioni di PE e VC



## VENTURE CAPITAL: LIQUIDATION PREFERENCE

---

Presupposto: evento di liquidità

---

Diritto di incassare prioritariamente una parte, entro una certa soglia, delle somme derivanti dall'evento di liquidità e distribuibili ai soci venditori

---

Parametro-soglia: rendimento vs. multiplo dell'investimento

---

Meccanismi: *participating vs. non participating*

---

*waterfall*

---

Nomina di un *paying agent*

---

## VENTURE CAPITAL: LIQUIDATION PREFERENCE (segue)

- Divieto di patto leonino (art. 2265 c.c.): divieto di escludere uno o più soci da ogni partecipazione agli utili o alle perdite:
  - analisi da compiere in concreto: valutazione dell'effettiva, assoluta e costante esclusione da ogni partecipazione agli utili o alle perdite (Cass. 8927/1994)
  - non vi rientra il caso di partecipazione agli utili o alle perdite in misura difforme dall'entità della partecipazione detenuta (Cass. 642/2000)
  - applicazione in tema di put option a prezzo fisso: clausola legittima se l'opzione è esercitabile entro un certo limite temporale ed è limitata a una parte della partecipazione detenuta dal socio opzionario (Cass. 17498/2018)

---

## VENTURE CAPITAL: ANTI-DILUTION

Tutela dell'investitore nel caso di successivi round di investimento sulla base di una valutazione pre-money inferiore a quella applicata all'investitore

---

Tipi di protezione:

*full ratchet*: la partecipazione dell'investitore non subisce alcuna diluizione

---

*weighted average*: la partecipazione dell'investitore è diluita solo in parte

---

Modalità: aumento di capitale (gratuito oppure a valore nominale) vs. compravendita partecipazioni a valore nominale

---

## DETERMINAZIONE DEL PREZZO IN OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

- Nelle operazioni di acquisizione sono previsti meccanismi di determinazione del prezzo spesso sofisticati.
- Ciò deriva dal fatto che i valori che vengono presi in considerazione ai fini della valutazione della target, vale a dire i valori di fatturato, EBITDA nonché la situazione patrimoniale e finanziaria, sono in continuo divenire.
- Inoltre tra l'avvio delle trattative e la data di perfezionamento dell'operazione può trascorrere un lasso di tempo anche molto lungo.

## MECCANISMI DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO IN OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

- Le clausole di determinazione del prezzo servono a tutelare sia l'acquirente sia il venditore.
- I meccanismi di determinazione del prezzo possono essere raggruppati in due macro-categorie:
  - le clausole che prevedono un meccanismo di aggiustamento del prezzo post closing;
  - le clausole cosiddette "*locked box*", che non richiedono tale aggiustamento.

## PRIVATE EQUITY: DETERMINAZIONE DEL PREZZO “LOCKED BOX”

Acquirente e venditore concordano un prezzo fisso sulla base dei dati di bilancio o di una situazione economico patrimoniale riferibile a una data precedente alla firma del contratto di acquisizione (cd. "locked box date").

Il contratto non prevede aggiustamenti e variazioni del prezzo in conseguenza di quello che accadrà tra la data della firma del contratto di compravendita e la data del closing dell'operazione.

Vengono inserite nel contratto di acquisizione, a tutela dell'acquirente, alcune clausole (cd. "no leakage covenants") che vietano al venditore di compiere alcune operazioni che possano depauperare il valore della società target successivamente alla data di riferimento della locked box.

Possono essere tuttavia previste delle c.d. "permitted leakage".

---

## PRIVATE EQUITY: EARN-OUT

A prescindere dal meccanismo di determinazione utilizzato, l'acquirente ed il venditore possono prevedere anche una clausola di earn-out.

---

In aggiunta al prezzo base (con o senza aggiustamento), le parti concordano che, subordinatamente al raggiungimento di certi obiettivi (ad es. di fatturato o EBITDA) entro un certo lasso di tempo successivo al closing dell'operazione, l'acquirente debba corrispondere un ulteriore importo – calcolato sulla base degli obiettivi raggiunti – a titolo di prezzo.

---

## **Diritto di prelazione/prima offerta**

- Obbligo del socio che intenda vendere la propria partecipazione di offrirla preventivamente ad altri soci
- Possibile ostacolo all'exit dell'investitore: difficoltà di reperire acquirenti se la trattativa è condizionata dalla possibilità di esercizio della prelazione da parte di altri soci

## Clausola di Lock-up

- Divieto di cessione della partecipazione detenuta nella società per un determinato periodo di tempo
- **Limite temporale**
  - S.p.A.: massimo 5 anni (art. 2355-bis c.1 c.c.), con possibilità di rinnovo
  - S.r.l.: nessun limite ma con esclusione del diritto di recesso per massimo 2 anni (art. 2469 c.2 c.c., cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 152 del 2016: legittima l'esclusione del recesso per l'intero periodo di intrasferibilità purché il termine, tenuto conto dell'oggetto sociale e della durata della società, non sia tale da rendere il divieto assoluto e non temporaneo).

