

# Indice

Prefazione, di <i>Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin</i>	13
<b>1. Inquadramento teorico ed evoluzione del mercato</b>	17
<i>di Anna Gervasoni e Alessia Muzio</i>	
1.1. Private equity e venture capital: introduzione	17
1.1.1. Le definizioni, p. 17 - 1.1.2. Le origini e l'evoluzione del mercato, p. 21 - 1.1.3. Le principali tipologie di investimento, p. 38 - 1.1.4. Gli operatori e le principali caratteristiche, p. 45 - 1.1.5. Il ciclo di vita di un fondo, p. 47	
1.2. Le leve della creazione di valore e l'impatto economico nelle operazioni di private equity e venture capital	50
1.2.1. La creazione di valore, p. 50 - 1.2.2. Alcuni studi internazionali, p. 51 - 1.2.3. Innovazione, internazionalizzazione e capitale umano: alcune analisi sull'Italia, p. 55 - 1.2.4. Trasparenza, governance e politiche ESG: la contendibilità, p. 59	
1.3. La (r)evolution del private capital	61
1.3.1. I nuovi operatori, p. 61 - 1.3.2. I cambiamenti degli operatori tradizionali, p. 67 - 1.3.3. I grandi trend del mercato, p. 71	
1.4. Il ruolo del debito nel private capital	73
1.4.1. Il mercato del private debt, p. 73 - 1.4.2. I principali strumenti, p. 75 - 1.4.3. L'acquisition finance, p. 79 - 1.4.4. Gli altri protagonisti del mercato del debito, p. 80	
<b>2. La scelta e la struttura del veicolo; i promotori e il fundraising</b>	83
<i>di Alessandra Bechi e Roberto Del Giudice</i>	
2.1. La strutturazione di un'iniziativa di gestione e la scelta della forma giuridica	83

2.1.1. L'avvio di un'iniziativa di gestione e le strategie di raccolta, p. 83 - 2.1.2. L'avvio di un'iniziativa di gestione e le strategie di investimento, p. 91 - 2.1.3. La scelta della struttura giuridica per regolare i rapporti tra gestori e investitori, p. 94 - 2.1.4. La scelta della struttura di gestione nel contesto normativo nazionale, p. 100 - 2.1.5. Conclusioni, p. 109	
2.2. La strutturazione di un'iniziativa di gestione: corporate governance del fondo e del gestore	109
2.2.1. Profili di attenzione nell'istruttoria autorizzativa, p. 109 - 2.2.2. La corporate governance del fondo: terms and conditions e rapporti con gli investitori, p. 113 - 2.2.3. La corporate governance del gestore, p. 124 - 2.2.4. Il sistema dei controlli interni del gestore, p. 128 - 2.2.5. Le politiche di remunerazione del gestore, p. 135 - 2.2.6. Conclusioni, p. 137	
2.3. L'attività di fundraising	138
2.3.1. La definizione e la strategia di fundraising, p. 138 - 2.3.2. L'Information Memorandum e la documentazione di fundraising, p. 146 - 2.3.3. Il fundraising e le politiche ESG, p. 149	
2.4. I soggetti pubblico-privati nel mercato del capitale di rischio	156
2.4.1. L'equity gap e le inefficienze del mercato, p. 158 - 2.4.2. Best practice per gli schemi di intervento pubblico-privati, p. 162 - 2.4.3. Le best practices internazionali: schemi classici e nuove operatività, p. 166 - 2.4.4. Conclusioni, p. 175	
<b>3. Le operazioni di avvio e il venture capital</b>	177
<i>di Anna Gervasoni e Giovanni Fusaro</i>	
3.1. Introduzione	177
3.2. Le operazioni di venture capital	181
3.3. Le tipologie di operatori attivi nel venture capital	185
3.3.1. I venture capitalists, p. 185 - 3.3.2. I fondi di technology transfer, p. 189 - 3.3.3. I business angels, p. 192 - 3.3.4. Il Corporate Venture Capital, p. 194 - 3.3.5. Gli incubatori, p. 196 - 3.3.6. Il crowdfunding, p. 200	
3.4. Il term sheet nelle operazioni di venture capital	202
3.5. Osservazioni conclusive	204
<b>4. Le operazioni di growth capital e di accompagnamento alla quotazione in borsa</b>	209
<i>di Fabio L. Sattin</i>	
4.1. Le operazioni di growth capital	209
4.2. Le operazioni di growth capital nel contesto europeo e italiano: principali caratteristiche e modalità di attuazione	213

4.3. La valutazione del profilo imprenditoriale ottimale	219
4.4. La scelta dell'investitore ottimale nelle operazioni di growth capital	220
4.5. La corporate governance negli interventi di growth capital	223
4.6. Private equity, ricambio generazionale e quotazione in borsa	224
4.7. Le special purpose acquisition companies (SPAC)	228
4.7.1. Cenni storici ed evoluzione delle caratteristiche principali nel tempo, p. 230 - 4.7.2. Ciclo di vita di una SPAC, p. 232	
4.8. Growth capital vs. hybrid private debt: un'alternativa da considerare	235
4.9. Venti consigli agli imprenditori per realizzare un'operazione di growth capital di successo	238
<b>5. Le operazioni di buy out e l'utilizzo della leva finanziaria</b>	<b>243</b>
<i>di Fabio L. Sattin</i>	
5.1. Le operazioni di buy out	243
5.2. Il ruolo della leva finanziaria	247
5.3. Alcuni cenni sulla teoria della leva finanziaria	247
5.4. Le operazioni di leveraged buy out	251
5.5. Le caratteristiche dell'impresa target ottimale	253
5.6. Il ruolo delle proiezioni economico-finanziarie	255
5.7. Il mezzanine financing	257
5.7.1. Tipologie di mezzanine financing, p. 258 - 5.7.2. Cenni storici sul mezzanine financing nell'ambito delle operazioni di leveraged buy out, p. 260	
5.8. Il finanziamento del capitale circolante	264
5.9. L'equity kicker	267
5.10. Gli employees buy out (o workers buy out)	269
5.11. I search funds	274
5.12. L'evoluzione delle operazioni di LBO negli Stati Uniti e le prospettive per il mercato europeo e italiano (cenni)	281
<b>6. Le operazioni di turnaround</b>	<b>291</b>
<i>a cura del Tavolo Turnaround di AIFI</i>	
6.1. Definizioni di turnaround	291
6.2. Fondi di turnaround: ruolo e tipologie	292
6.3. Modalità di intervento tramite equity	293
6.4. Fondi di turnaround di debito	295
6.5. Parametri di identificazione della crisi e impatto con il nuovo codice della crisi d'impresa	297

6.6. Caratteristiche delle società target	301
6.7. Fattori critici per il successo	302
<b>7. Il processo di investimento</b>	<b>305</b>
<i>di Fabio L. Sattin</i>	
7.1. Le fasi del processo di investimento	305
7.2. Il processo di individuazione delle opportunità di investimento	308
7.3. La valutazione del profilo strategico, imprenditoriale e del management	311
7.4. La scelta dell'investitore da parte dell'impresa	316
7.5. Il business plan	318
7.5.1. Dal documento preliminare al business plan, p. 321 -	
7.5.2. Il contenuto del business plan, p. 322 - 7.5.3. La valutazione del business plan, p. 327	
7.6. La definizione del prezzo	330
7.6.1. Il metodo dei multipli, p. 332 - 7.6.2. Il metodo del Price/Earnings, p. 343 - 7.6.3. Il metodo del discounted cash flow, p. 346 - 7.6.4. Il Venture Capital Method, p. 354	
7.7. L'analisi della fattibilità dell'investimento. La PEP Drivers' Grid	357
7.8. Il processo di verifica (due diligence)	368
7.8.1. La due diligence nei processi di M&A, p. 368 - 7.8.2. La management due diligence, p. 392 - 7.8.3. Il prezzo di cessione, p. 397 - 7.8.4. Le vendor notes, p. 398 - 7.8.5. Lo scorporo degli immobili, p. 399 - 7.8.6. I meccanismi di coinvolgimento degli operativi, p. 400 - 7.8.7. Gli accordi di earn out, p. 401 - 7.8.8. Gli accordi di lock up, p. 407 - 7.8.9. Le stock options, p. 409 - 7.8.10. Gli accordi in caso di quotazione in un mercato regolamentato, p. 413 - 7.8.11. La regolamentazione delle partecipazioni di minoranza, p. 414	
<b>8. La gestione, il monitoraggio e la valorizzazione dell'investimento</b>	<b>419</b>
<i>di Fabio L. Sattin e Marella Moretti</i>	
8.1. Il ruolo dell'investitore istituzionale nella gestione della partecipazione	419
8.2. La governance della partecipazione	424
8.2.1. I principi di corporate governance richiesti dal mercato, p. 426 - 8.2.2. L'utilizzo di adeguati sistemi di remunerazione e incentivazione per allineare gli interessi tra investitori, management e società, p. 429 - 8.2.3. Corretta informativa e frequente interazione come basi per lo sviluppo di un percorso di collabo-	

razione, p. 431 - 8.2.4. Comunione d'intenti e accordi chiari sul futuro della partecipazione, p. 432	
8.3. Oltre all'apporto finanziario: il supporto dell'investitore istituzionale per la creazione di valore aziendale	433
8.3.1. Apporto di contatti professionali ed effetto di cassa di risonanza per l'idea imprenditoriale, p. 435 - 8.3.2. Supporto alla revisione dei processi direzionali e all'inquadramento strategico, p. 436 - 8.3.3. Supporto all'internazionalizzazione, alla crescita per linee esterne e alla creazione di nuove aree di business, p. 443 - 8.3.4. Servizi e consulenza finanziaria, p. 445 - 8.3.5. Focalizzazione e investimento in innovazione, ricerca e sviluppo per una maggiore competitività e produttività, p. 450 - 8.3.6. Sostegno nei processi di rafforzamento della struttura organizzativa, managerializzazione e gestione di eventuali di passaggi generazionali, p. 453 - 8.3.7. Promozione di pratiche ESG, p. 457	
8.4 The Reemergence of Institutional Monitoring of Management	463
<b>9. Il processo di disinvestimento e la valutazione della performance</b>	467
<i>di Eugenio Morpurgo e Davide Sironi</i>	
I fattori fondamentali del processo di exit	467
9.1. La scelta della finestra temporale	468
9.1.1. La performance aziendale, p. 468 - 9.1.2. La fase di mercato, p. 469	
9.2. Le modalità di disinvestimento e le categorie di potenziali interlocutori	472
9.2.1. Gli acquirenti strategici, p. 472 - 9.2.2. Gli acquirenti finanziari, p. 473 - 9.2.3. Il buy back, p. 474 - 9.2.4. Il processo di M&A, p. 474 - 9.2.5. Initial Public Offering, p. 476 - 9.2.6. Il processo di quotazione, p. 476 - 9.2.7. Altre forme di valorizzazione: dividend recap e write off, p. 478	
9.3. La scelta della strategia di vendita	479
9.3.1. Pre-emptive bid, p. 480 - 9.3.2. La negotiated sale, p. 481 - 9.3.3. Le procedure di asta: limited e broad auction, p. 482	
9.4. Le modalità di pagamento all'exit	484
9.5. La valutazione del portafoglio e la misurazione della performance	485
9.5.1. Gli indicatori di performance del singolo operatore, p. 485 - 9.5.2. Indicatori complementari, p. 487 - 9.5.3. Gli indicatori di performance di settore, p. 488	
9.6. Le linee guida internazionali per la valutazione degli investimenti	490

9.7. I criteri di redazione della relazione di gestione dei fondi in Italia	493
<b>10. Gli aspetti legali</b>	497
<i>di Maurizio Bernardi</i>	
10.1. Introduzione	497
10.2. L'attività preparatoria dell'acquisizione	498
10.2.1. L'avvio della trattativa e la lettera di intenti, p. 498 -	
10.2.2. La responsabilità precontrattuale, p. 502 - 10.2.3.	
Estensione dell'obbligo di buona fede ai terzi, p. 504 - 10.2.4.	
Determinazione del danno risarcibile, p. 505 - 10.2.5. Una	
possibile differente fattispecie, p. 507 - 10.2.6. L'impegno di	
confidenzialità, p. 507 - 10.2.7. L'esclusiva, p. 509 - 10.2.8.	
La due diligence, p. 510 - 10.2.9. La vendor due diligence, p.	
511 - 10.2.10. Finalità della due diligence, p. 512	
10.3. Il contratto di acquisizione di partecipazioni e di azienda	513
10.3.1. In generale, p. 513 - 10.3.2. La struttura del contratto	
di acquisizione, p. 516 - 10.3.3. Conditions precedent e Cove-	
nants, p. 521 - 10.3.4. Aggiustamento del prezzo e Diritto di	
Recesso, p. 522 - 10.3.5. Le rappresentazioni e garanzie, p.	
524 - 10.3.6. Le rappresentazioni e garanzie di tipo analitico,	
p. 526 - 10.3.7. I meccanismi di indennizzo – Le cosiddette	
clausole di special indemnity, p. 527 - 10.3.8. Ulteriori possi-	
bili limitazioni alla valenza delle rappresentazioni e garanzie,	
p. 530 - 10.3.9. La garanzia (di solvibilità) del venditore in	
relazione agli obblighi di indennizzo, p. 532 - 10.3.10. Pattui-	
zioni accessorie alla compravendita di partecipazioni – Non	
Concorrenza, p. 533 - 10.3.11. L'acquisizione di complesso	
aziendale, p. 534 - 10.3.12. Obblighi informativi in relazione	
alle acquisizioni di pacchetti azionari o di rami d'azienda, p.	
539	
10.4. La strutturazione dell'operazione	540
10.4.1. L'acquisizione con utilizzo della leva finanziaria, p.	
540 - 10.4.2. Le critiche alla legittimità delle operazioni di	
LBO anteriormente alla riforma del diritto societario, p. 543 -	
10.4.3. L'attuale quadro normativo, p. 545 - 10.4.4. L'impo-	
stazione della norma e le formalità richieste dall'art. 2501-bis	
Cod. Civ., p. 547 - 10.4.5. Il contenuto del progetto di fusione	
ai sensi del secondo comma dell'art. 2501-bis, p. 547 - 10.4.6.	
Il contenuto della relazione degli amministratori ai sensi del	
terzo comma dell'art. 2501-bis, p. 549 - 10.4.7. La relazione	
degli esperti di cui al quarto comma dell'art. 2501-bis e la	
relazione della società di revisione di cui al quinto comma	
dell'art. 2501-bis, p. 553 - 10.4.8. La residua valenza dell'art.	

2358 Cod. Civ., p. 554 - 10.4.9. Per una qualificazione dell'art. 2501-bis Cod. Civ. come norma scriminante, p. 556 - 10.4.10. Rilievo dell'art. 2501-bis Cod. Civ. in talune fattispecie particolari, p. 558 - 10.4.11. Il rispetto delle formalità di cui all'art. 2501-bis Cod. Civ. in caso di successiva insolvenza – Breve analisi di altri possibili impatti di natura penale, p. 561 - 10.4.12. Le operazioni di LBO attuate con struttura a due livelli, p. 564	
10.5. Le acquisizioni di minoranza	567
10.5.1. Introduzione, p. 567 - 10.5.2. Il patto parasociale, p. 567 - 10.5.3. Le clausole relative ai diritti dell'investitore quale socio, p. 568 - 10.5.4. Le clausole relative al disinvestimento (eventuale), p. 569 - 10.5.5. Le clausole relative al disinvestimento finale (way out), p. 572 - 10.5.6. La normativa del Codice Civile relativa ai patti parasociali, p. 573 - 10.5.7. Gli accordi con i manager, p. 575	
10.6. Corporate governance e responsabilità degli amministratori	577
10.6.1. Cenni generali, p. 577 - 10.6.2. L'impostazione al riguardo dettata dal diritto societario, p. 578 - 10.6.3. L'impatto sui requisiti di onorabilità, p. 580	
<b>Bibliografia</b>	581
<b>Ringraziamenti</b>	597