

DB non solo diritto bancario

leggi l'articolo nel sito www.dirittobancario.it

APPROFONDIMENTI

Le strategie di exit negli investimenti di minoranza nel Private Equity

Strumenti contrattuali e prassi negoziale

Novembre 2026

Giorgio Fantacchiotti, Partner, ADVANT Nctm





Giorgio Fantacchiotti, Partner, ADVANT Nctm

Giorgio Fantacchiotti

Giorgio Fantacchiotti ha iniziato la propria attività occupandosi prevalentemente di operazioni di finanza straordinaria e di diritto societario. Nel 2026 è entrato in ADVANT Nctm come Partner e co-responsabile delle relazioni internazionali. Ha assistito financial sponsors e gruppi industriali italiani e internazionali in operazioni di M&A nazionali e cross-border, con particolare focus su leveraged buy-out,private equity, preferred capital, joint venture, riorganizzazioni societarie, fusioni e acquisizioni di società e aziende.

1. Introduzione: il panorama degli investimenti di minoranza

Gli investimenti di minoranza sono sempre stati, a detta di molti gestori di fondi, una delle possibili modalità di investimento, di fianco ai (sempre preferiti) investimenti di maggioranza. Nella realtà, però, nonostante le dichiarazioni positive in tal senso, un numero relativamente limitato di gestori di fondi (se non alcuni specializzati) hanno investito in minoranza in società italiane non in fase di *start-up*. La motivazione principale di questa cautela risiede, a mio parere, nella paura dei gestori di non essere in grado di controllare la c.d. *exit*.

Facciamo un passo indietro e ripartiamo da una frase che amava sempre ripetere uno dei principali protagonisti del *private equity* italiano dello scorso decennio: *"il decollo è opzionale ma l'atterraggio è obbligatorio"*. Fuor di metafora, il gestore di un fondo può decidere se effettuare un investimento oppure no ma, una volta effettuato, deve necessariamente uscire dall'investimento e restituire i soldi agli investitori secondo i tempi previsti dal regolamento del fondo che ha investito (e quindi, generalmente, entro circa dieci anni dalla data in cui gli investitori si sono impegnati a investire nel fondo, assumendo una durata tipica del fondo comprensiva di un periodo di investimento di norma pari a quattro o cinque anni e fatte salve eventuali proroghe).

Ed è questo l'elemento che, una volta iniziata una trattativa, tende a spaventare il gestore del fondo, ovvero la gestione dell'*exit*. Infatti, nonostante tutte le clausole parasociali o statutarie che si concordi di inserire nella documentazione contrattuale, alla fine l'*exit* non può che essere condotta dall'imprenditore e/o dal suo *top management*, che sono gli unici a riuscire a dare credibilità a un *business plan* futuro che il gestore del fondo da solo, per definizione, non può dare.

Sarà infatti l'imprenditore e/o il suo *top management* a svolgere le *management presentation*, a rivedere e affinare il *business plan* e l'*info memo* (spesso preparato da una banca d'affari) che lo descrive e giustifica, e a rispondere alle decine di domande che i potenziali investitori avranno. Senza l'imprenditore e il *top management* il gestore del fondo potrebbe trovarsi a essere un po' "nudo alla meta" e incapace di gestire un processo di dismissione che, per definizione, si basa sulle previsioni prospettiche di evoluzione del *business*.

Da qui il rischio, strutturale negli investimenti di minoranza, che, in mancanza di consenso tra gestore

del fondo, da una parte, e imprenditore e suo *top management*, dall'altra parte, sui tempi e le modalità di una *exit*, questa sia poi difficilmente realizzabile nei tempi richiesti dal gestore del fondo, e la sua conseguente diffidenza, o maggiore cautela, nell'effettuare investimenti di minoranza.

Superata questa resistenza psicologica, il passo successivo per il gestore del fondo è negoziarsi con l'imprenditore una architettura contrattuale il più possibile solida e articolata per rendere l'*exit* un passaggio fluido dell'operazione, con l'obiettivo condiviso di massimizzare il valore dell'investimento.

Ovviamente, le clausole che compongono l'architettura contrattuale dell'*exit* devono essere negoziate quando il gestore del fondo dispone ancora della propria leva principale, ossia il capitale non ancora versato.

Il presente scritto ripercorre brevemente gli strumenti, le criticità di validità e le soluzioni di prassi che ha a disposizione un gestore di un fondo per assicurarsi una *exit* il più possibile indolore.

2. Interessi in gioco e sedi di regolazione: statuto e patti parasociali

Come già accennato sopra, gli interessi delle parti sono facilmente identificabili. Il gestore del fondo persegue un orizzonte temporale definito, coerente con la durata del fondo e con gli impegni presi verso i propri investitori, un rendimento minimo atteso e la certezza dell'uscita. L'imprenditore desidera invece preservare il controllo e la continuità gestionale, evitare l'ingresso di soci indesiderati e non essere costretto a vendere in una fase di mercato che ritiene sfavorevole.

La prima scelta tecnica riguarda la sede di regolazione delle clausole che sanciscono le procedure di *exit*.

Come noto, una clausola statutaria è opponibile alla società e ai terzi acquirenti: una clausola di divieto di trasferimento (c.d. *lock-up*), di prelazione, di gradimento o di covendita inserita nello statuto vincola anche chi diventi socio successivamente. Un patto parasociale, invece, ha efficacia meramente obbligatoria tra i contraenti; la sua violazione dà luogo a responsabilità risarcitoria, ma non rende inefficace l'atto compiuto in violazione verso i terzi.

Va inoltre ricordato il limite di durata quinquennale dei patti relativi a società per azioni e a società che le controllano (o il diritto di recesso con preavviso di 180 giorni se a tempo indeterminato), che deve essere coordinato con l'orizzonte dell'investimento; limite che, secondo l'orientamento prevalente, non si applica invece ai patti relativi a società a responsabilità limitata.

L'ordinamento italiano, da oltre 20 anni (e cioè a seguito della riforma del diritto societario del 2003), consente di riflettere in statuto molte clausole di "natura parasociale", tramite categorie di azioni nelle S.p.A. e diritti particolari dei soci nelle S.r.l. Di conseguenza, nella prassi la soluzione più robusta è la combinazione dei due livelli: lo statuto recepisce le clausole che necessitano di opponibilità nei confronti dei terzi, nel caso di una società per azioni, tramite classi di azioni diverse emesse a favore dell'imprenditore e del gestore del fondo (per esempio, azioni di classe A e classe B) ovvero, nel caso di società a responsabilità limitata, tramite diritti particolari attribuiti ai singoli soci ovverro, in caso di P.M.I., categorie di quote. Tipicamente vengono dunque inserite in statuto clausole quali il divieto di trasferimento (c.d. *lock-up*), il diritto di prelazione, il diritto di prima offerta (c.d. *ROFO*), il diritto di covendita (c.d. *tag-along*), l'obbligo di covendita (c.d. *drag-along*), eventuali accordi di distribuzione non proporzionale di dividendi o riserve (c.d. *waterfall*).

Il patto parasociale disciplina invece generalmente gli impegni personali dei soci che non possono essere inseriti in statuto, quali opzioni di vendita o di acquisto (c.d. *put* e *call*) – salvo che queste non vengano riflesse nello statuto tramite, rispettivamente, diritti di recesso o di riscatto (si veda a tal fine il successivo paragrafo 3.3) –, impegni di voto e obblighi di cooperazione nel processo di vendita o di quotazione.

Tali impegni offrono ovviamente una minor tutela legale, in quanto non opponibili ai terzi, ma beneficiano di regola della riservatezza (ove il patto parasociale contenga la relativa clausola), fermi restando gli obblighi di pubblicità previsti per i patti relativi a società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e a società quotate.

Lo stesso si applica agli accordi di incentivazione monetaria per l'imprenditore o il suo *top management*, rispetto ai quali la riservatezza può essere un elemento essenziale, che vengono generalmente riflessi in accordi bilaterali tra il fondo o la società e i *manager*.

Diversamente, gli accordi di co-investimento in azioni o quote da parte del *top management* nella so-

cietà *target* o nella *holding* di controllo sono generalmente riflessi in statuto tramite una classe specifica di azioni (nelle S.p.A.) o diritti particolari dei soci (in una S.r.l.), a cui si accompagnano clausole di distribuzione non proporzionale di dividendi o riserve (c.d. *waterfall*) a favore dei *top managers*.

3. Gli strumenti di exit

3.1 *Il divieto di trasferimento (c.d. lock-up)*

Il gestore di un fondo ha, come prima cosa, l'interesse a che la società in cui ha investito cresca di valore prima che si possa procedere all'*exit*. Di conseguenza, chiederà che l'imprenditore si impegni a non trasferire la propria partecipazione prima di un determinato numero di anni dall'investimento.

Queste clausole di c.d. *lock-up*, se inserite in statuto, incontrano nelle società per azioni un limite quinquennale decorrente dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto. Nelle società a responsabilità limitata, invece, l'ordinamento ammette clausole di intrasferibilità anche senza limiti di tempo, ma attribuisce in tal caso al socio il diritto di recesso, che l'atto costitutivo può escludere solo per un periodo non superiore a due anni dalla costituzione della società o dalla sottoscrizione della partecipazione. Le massime del Consiglio Notarile di Milano hanno peraltro ritenuto legittima la clausola che, in presenza di un divieto temporaneo di trasferimento superiore al biennio, escluda espressamente il 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.

Se invece il *lock-up* è previsto nel patto parasociale, esso non soggiace a tali limiti statutari, ma alla durata massima dei patti parasociali sopra ricordata.

Il divieto di trasferimento è ovviamente superabile con il consenso di tutti i soci (o più sovente, con il consenso dei soci di riferimento), e sono generalmente previsti anche dei trasferimenti consentiti che esulano dal divieto, tra cui trasferimenti da parte dell'imprenditore a favore di parenti o affini entro un certo grado, trasferimenti a favore di società controllate dall'imprenditore e/o dai suoi familiari, e altri casi eventualmente negoziati caso per caso sulla base delle specificità della singola operazione.

Superato il periodo di c.d. *lock-up* si entra nella fase propedeutica alla vendita, in cui compaiono gli strumenti contrattuali di seguito descritti.

3.2 *La quotazione (c.d. IPO)*

La quotazione (c.d. *IPO* da *initial public offering*) rappresenta, in astratto, l'*exit* più attraente per una società, in quanto (tramite la c.d. offerta pubblica di sottoscrizione) consente di raccogliere capitale e di assumere il più visibile stato di società quotata. Lo stesso non è necessariamente vero per l'imprenditore o il gestore del fondo, in quanto la valorizzazione che si può raggiungere tramite una *IPO* è generalmente, sul mercato italiano e salvo casi specifici relativi a settori particolarmente *trendy*, inferiore a quella che si può ottenere tramite una trattativa privata e conseguente vendita a un operatore industriale o a un altro fondo, anche per effetto dello sconto (c.d. *IPO discount*) normalmente applicato per favorire il collocamento.

Inoltre, l'*IPO* è la modalità di uscita su cui un socio di minoranza ha meno controllo in assoluto. Il gestore del fondo può infatti negoziare un diritto di richiedere l'avvio del processo di *IPO* decorso un certo periodo di tempo, accompagnato dall'impegno dei soci a votare le delibere necessarie e a cooperare con *advisor* e *global coordinator*, nonché un diritto di priorità nel collocamento delle proprie azioni rispetto a quelle dell'imprenditore nel contesto della c.d. OPV (cioè offerta pubblica di vendita).

L'efficacia di tali impegni è tuttavia limitata: nessuna clausola può garantire che il mercato accolga l'offerta, né il gestore del fondo ha una controparte unica con cui negoziare la valorizzazione della società oggetto di quotazione. La valorizzazione è infatti il frutto di un complesso meccanismo di mercato (il c.d. *book building*, cioè la raccolta di offerte da parte di potenziali investitori), rispetto al quale il gestore del fondo ha un limitato, se non nullo, potere di controllo.

A ciò si aggiunga che la quotazione raramente rappresenta un'*exit* integrale: i soci venditori sono di norma tenuti ad assumere, nei confronti dei coordinatori dell'offerta, impegni a non vendere le azioni residue (c.d. *lock-up* post-quotazione) per un periodo generalmente compreso tra sei e dodici mesi, sicché il fondo dovrà dismettere la parte residua della propria partecipazione sul mercato in un momento successivo, sopportando il relativo rischio di prezzo.

vedi l'articolo online

Per questo motivo, il diritto a procedere a una *exit* tramite IPO è solitamente configurato come opzione alternativa e parallela rispetto a una procedura privata di vendita (il c.d. *dual track*), con la previsione che, in caso di insuccesso del tentativo di quotazione entro un termine concordato, si attivino gli strumenti di *exit* di secondo livello descritti nei paragrafi che seguono.

3.3 *Processo di vendita, tag-along e drag-along*

Questo è forse il capitolo più complesso (e il negoziato più intenso tra gestore di un fondo e imprenditore) relativamente a un investimento di minoranza.

Come detto, il gestore di un fondo ha strutturalmente l'obbligo nei confronti dei propri investitori di uscire dall'investimento entro una certa data. Allo stesso tempo, l'imprenditore non vorrà, a quella data, procedere ad una *exit* se pensa che il momento non sia propizio ovvero (nel caso frequente in cui voglia rimanere azionista, anche se di minoranza) il potenziale acquirente della partecipazione non sia una controparte gradita.

Da qui il negoziato su due diritti dai nomi ormai famosi nella prassi dell'M&A e cioè i c.d. *drag-along* e *tag-along*.

La clausola di c.d. *tag-along* (ovvero diritto di covendita) attribuisce a un socio il diritto di vendere la propria partecipazione nel caso in cui l'altro socio ceda la propria, ai medesimi termini e condizioni. È uno strumento tipicamente difensivo, che protegge un socio dal rischio di dover subire (senza potervi partecipare) l'*exit* dell'altro socio. Nel caso del gestore del fondo, però, non gli procura di per sé un'uscita, ed è quindi uno strumento non sufficiente.

La clausola di c.d. *drag-along* (ovvero obbligo di covendita o di trascinamento) consente invece al socio che riceve un'offerta per l'intero capitale sociale di obbligare gli altri soci a cedere anche le proprie partecipazioni, nuovamente agli stessi termini e condizioni.

Rispetto al *tag-along*, il *drag-along* ha invece natura offensiva, nel senso che, nell'investimento di minoranza, il gestore di un fondo potrà procurarsi una *exit* tramite questo strumento, e obbligare così il socio di maggioranza, al ricorrere di determinate condizioni (generalmente decorso del *lock-up* e mancato raggiungimento dell'*IPO*) a covendere insieme al gestore del fondo l'intera società, agli stessi termini e condizioni.

Sul piano della validità, la giurisprudenza e l'orientamento notarile milanese hanno da tempo riconosciuto la legittimità delle clausole statutarie di covendita, richiedendo tuttavia, per l'obbligo di covendita o *drag-along*, che al socio trascinato sia garantito un corrispettivo non inferiore a quello che gli spetterebbe in caso di recesso. Si tratta, più precisamente, del valore della singola partecipazione determinato secondo i criteri di legge (cioè, ai sensi del Codice Civile e per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il valore di liquidazione della partecipazione determinato sulla base della consistenza patrimoniale, delle prospettive reddituali e dell'eventuale valore di mercato delle azioni o delle quote).

Nell'investimento di minoranza è abbastanza tipico (seppur spesso negoziato lungamente) il caso in cui il diritto di trascinamento sia attribuito al socio di minoranza nei confronti del socio di maggioranza: in tal caso la tutela del socio trascinato sotto il profilo del prezzo diventa centrale, e con essa la cura nella definizione delle condizioni di esercizio del diritto.

A fronte, dunque, della naturale richiesta del gestore del fondo di avere – al ricorrere di certe condizioni – un *drag-along* nei confronti del socio di maggioranza, la prassi di mercato ha registrato le seguenti reazioni dell'imprenditore:

a) l'imprenditore potrà volere, in primo luogo, il diritto di ricomprarsi (eventualmente facendosi finanziare da banche o da altri investitori) la partecipazione di minoranza: questo diritto può essere garantito all'imprenditore attraverso due strumenti principali:

   i) un diritto di prelazione, che consente all'imprenditore, una volta ricevuta dal gestore del fondo l'offerta vincolante di un terzo, di acquistare al posto del terzo, ai medesimi termini e condizioni, la sola partecipazione del fondo (al prezzo pro quota risultante dall'offerta); questo diritto è difficilmente digeribile per il gestore di un fondo; infatti, quale terzo ragionevole dedicherebbe energie e spenderebbe soldi in consulenze per l'analisi e la strutturazione di un investimento sapendo che, una volta sottoposta una offerta vincolante, l'imprenditore avrebbe il diritto di acquistare al suo posto alle medesime condizioni offer-

te? Generalmente nessuno, e per questo motivo il diritto di prelazione non è tipicamente accettato da nessun gestore di fondi di sufficiente esperienza;

ii) un diritto di prima offerta (c.d. *right of first offer* o *ROFO*) a favore dell'imprenditore, tipicamente strutturato come l'obbligo del gestore del fondo, prima di avviare la procedura di vendita, di consentire all'imprenditore di sottoporre, entro un termine prestabilito, un'offerta vincolante per l'acquisto della partecipazione di minoranza, che il gestore stesso potrà accettare ovvero rifiutare; in tale ultimo caso, il gestore avrà il diritto di cercare altre offerte sul mercato, purché a un prezzo superiore (di 1 euro o di una percentuale) a quello offerto dall'imprenditore; questo strumento ha il pregio, per il gestore del fondo, di "anticipare" il momento in cui l'imprenditore deve esprimersi sulla volontà di riacquistare la partecipazione di minoranza, lasciando poi il fondo libero (in caso di non accettazione dell'offerta) di cercare altre offerte sul mercato, con il solo limite del prezzo minimo;

b) l'imprenditore potrà volere che il *drag-along* non sia esercitato al di sotto di un prezzo minimo prestabilito (c.d. *floor*), e ciò al fine di evitare che il gestore del fondo, magari sotto pressione rispetto ai tempi dell'uscita dall'investimento, "svenda" la società al di sotto del suo reale valore di mercato;

c) l'imprenditore potrà poi volere che la vendita non avvenga a favore dei suoi diretti concorrenti, soprattutto nel caso in cui lui voglia re-investire in minoranza nell'operazione e/o mantenere delle posizioni di *management* per facilitare il passaggio delle consegne a favore dei nuovi proprietari; nel caso in cui invece sia favorevole a una vendita integrale e a una sua uscita dal *business*, la discussione si incentrerà invece sul suo obbligo di non concorrenza, che il gestore del fondo uscente e l'acquirente vorranno il più ampio possibile, mentre l'imprenditore vorrà limitare allo specifico *business* e territorio in cui opera la società e a una ragionevole durata (chi nasce imprenditore muore imprenditore ed è frequente vedere imprenditori, anche di una certa età, che si re-inventano in qualche nuovo *business*);

d) l'imprenditore vorrà anche che la procedura di vendita sia gestita secondo alti standard qualitativi, cioè tramite una banca d'affari scelta di comune accordo, secondo una procedura concordata con il gestore del fondo, e con il chiaro obiettivo di massimizzare il valore all'*exit*; siccome, come anticipato sopra, la vendita di una società dipende anche dalla credibilità dell'imprenditore e del suo *top management*, quanto sopra è anche un forte interesse del fondo, che – in aggiunta a quanto sopra – si assicurerà che l'imprenditore (per se e per conto del suo *top management*) assuma precisi obblighi di cooperazione nella procedura di vendita al fine condiviso di massimizzarne il relativo esito;

e) l'imprenditore vorrà infine che la vendita avvenga per tutti agli stessi termini e condizioni; in relazione alle dichiarazioni e garanzie, si noti che, nei casi in cui l'imprenditore – a seguito di una operazione con un fondo – sia rimasto in minoranza senza poteri gestori, è tipica la sua richiesta di non rilasciare dichiarazioni e garanzie sul *business* della società (che sono tipicamente le più pericolose), ma di rilasciare unicamente quelle c.d. fondamentali sulla titolarità delle partecipazioni e assenza di vizi; diversamente, quando è il fondo ad essere in minoranza e l'imprenditore ad essere in maggioranza con poteri gestori, generalmente accetterà di buon grado di fornire un set completo di dichiarazioni e garanzie, ma vorrà che il fondo si prenda la sua parte di rischio e faccia lo stesso. Il tema si attenua in misura significativa qualora la vendita avvenga in presenza di una polizza assicurativa c.d. *W&I* (cioè *warranties & indemnities*), fenomeno questo sempre più diffuso, nel qual caso il rischio delle dichiarazioni e garanzie è in larga parte traslato sulla compagnia di assicurazione e, salvo il caso di dolo, la responsabilità dell'imprenditore e del fondo può essere limitata a una cifra simbolica (talvolta 1 euro) o comunque molto limitata. Restano tuttavia di norma esclusi dalla copertura i rischi già noti all'acquirente o emersi in *due diligence*, nonché talune categorie di rischio escluse dalla polizza (generalmente rischi relativi a questioni ambientali o certe tematiche fiscali o eventi aventi rilevanza penale), per i quali l'acquirente tenderà a chiedere ai venditori specifici obblighi di indennizzo.

3.4 *Opzioni put e call*

Un'altra modalità di *exit* per il fondo è tramite l'esercizio di una opzione di vendita (c.d. *put*) a cui l'imprenditore tipicamente reagirà con la richiesta di una opzione di acquisto (c.d. *call*).

Nella mia esperienza, le opzioni *put* e *call* non sono particolarmente frequenti. Assumendo che la so-

cietà sia cresciuta di valore, l'imprenditore non avrà tipicamente le disponibilità finanziarie per ricomprarsi la partecipazione di minoranza detenuta dal fondo, e dovrà quindi (alternativamente) ricorrere a finanziamenti bancari o reperire altri investitori (cioè un altro fondo di *private equity* o di debito o misto, c.d. di *preferred capital*) che prendano il posto del fondo uscente.

In alcuni casi visti di recente, l'imprenditore ha fatto ricorso a strumenti temporanei, es. un finanziamento ponte (c.d. *bridge to equity*) di durata generalmente massima di 18 mesi che gli hanno dato la possibilità di riacquistare la partecipazione di minoranza e successivamente svolgere un processo di mercato per il reperimento di un altro fondo che la riacquisti.

Una opzione *put* concessa al gestore del fondo mette dunque l'imprenditore in una situazione alquanto scomoda, ed è per questo che la relativa richiesta viene spesso rigettata dall'imprenditore.

Qualora, invece, la richiesta di una opzione *put* sia accettata dall'imprenditore, questa potrà tipicamente strutturarsi come una opzione di vendita a prezzo predeterminato fisso, cioè pari all'investimento iniziale maggiorato di un rendimento minimo concordato, oppure basata sul valore di mercato (c.d. *fair market value*) che avrà la società al momento dell'esercizio.

Per quanto riguarda le opzioni di vendita a prezzo predeterminato (fisso o minimo garantito), queste sono state oggetto, nel corso degli ultimi anni, di un vivace dibattito giuridico (con contributi sia della giurisprudenza sia della dottrina) relativamente a una possibile violazione del c.d. patto leonino, ovvero il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite, sanzionato con la nullità dall'art. 2265 del Codice Civile (norma dettata per la società semplice, ma ritenuta espressione di un principio generale applicabile anche alle società di capitali). Un'opzione *put* a prezzo minimo garantito potrebbe, infatti, in astratto, tradursi in un'esclusione del fondo dalle perdite. Non è questa la sede per addentrarsi nella sofisticata analisi delle diverse teorie; rimane però la considerazione che il rischio di invalidità, pur sensibilmente ridotto alla luce degli ultimi contributi giurisprudenziali, non può dirsi del tutto escluso, in particolare quando la clausola sia inserita nello statuto o la garanzia del prezzo copra l'intera durata dell'investimento.

Quando invece l'opzione di vendita sia basata sul valore di mercato (c.d. *fair market value*) che avrà la società al momento dell'esercizio, sarà importante per entrambe le parti concordare una formula sulla base della quale detto valore di mercato verrà determinato (es. un metodo economico come EBITDA moltiplicato per un multiplo concordato meno la posizione finanziaria netta, ovvero un metodo finanziario come un c.d. *discounted cash flow* o *DCF*, ovvero una combinazione di metodi diversi) nonché una procedura attraverso la quale detto valore sia determinato, eventualmente anche tramite il ricorso a un esperto indipendente che funga da arbitratore qualora non si trovi un accordo, precisando se questi debba procedere con equo apprezzamento o con mero arbitrio, posto che da tale scelta dipendono i margini di impugnazione della sua determinazione.

3.5 *Riacquisto di azioni proprie e recesso*

Una variante dell'opzione di vendita è rappresentata da un diritto di recesso convenzionale che l'imprenditore garantisca al gestore del fondo.

In questo caso, si prevederà statutariamente che, al verificarsi di determinate condizioni o ad una certa data, il fondo abbia il diritto di recedere dalla società, trasformando così il proprio investimento in capitale di rischio in un credito del fondo nei confronti della società.

Quanto al prezzo, occorre ricordare che il valore di liquidazione deve essere determinato secondo i criteri di legge: lo statuto della S.p.A. può prevedere criteri diversi, ma difficilmente può fissare un prezzo predeterminato svincolato dal valore della partecipazione.

L'esercizio del recesso non comporta, peraltro, necessariamente il riacquisto della partecipazione da parte della società. Nelle società per azioni, il Codice Civile prevede un procedimento di liquidazione articolato: le azioni del recedente sono anzitutto offerte in opzione agli altri soci e, in mancanza, possono essere collocate presso terzi; solo in via residuale sono acquistate dalla società utilizzando le riserve disponibili e, ove neppure ciò sia possibile, si procede alla riduzione del capitale sociale ovvero allo scioglimento della società. Nelle società a responsabilità limitata, si prevede analogamente il rimborso mediante acquisto da parte degli altri soci o di un terzo e, in mancanza, mediante utilizzo di riserve disponibili o riduzione del capitale; il rimborso da parte della società non comporta un acquisto di quote proprie (vietato nelle S.r.l. salva la deroga prevista per le PMI con riferimento ai piani di incentivazione), ma l'estinzione della quota del recedente.

Quando, in via residuale, l'acquisto sia effettuato dalla società per azioni, esso incontra i limiti imposti dal Codice Civile: è possibile nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e le azioni devono essere interamente liberate, con le peculiarità proprie del procedimento di recesso (che consente, ad esempio, di derogare al limite quantitativo di cui all'art. 2357, comma 3, del Codice Civile).

Ovviamente si applicano, *mutatis mutandis*, le considerazioni svolte nel paragrafo precedente circa il rischio finanziario a cui va incontro l'imprenditore: se gli altri soci (ove presenti) non acquistano e la società non dispone di riserve sufficienti, l'alternativa è la riduzione del capitale sociale o, in ultima istanza, lo scioglimento della società. Non esiste, quindi, un obbligo automatico del socio di maggioranza di farsi carico dell'acquisto, ma è proprio la prospettiva della riduzione del capitale o dello scioglimento a costituire, in concreto, la principale leva negoziale del fondo, inducendo l'imprenditore ad acquistare direttamente la partecipazione o a reperire un terzo acquirente.

Quanto al finanziamento dell'operazione, il divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 del Codice Civile riguarda i prestiti e le garanzie concessi dalla società per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni da parte di terzi (ed è peraltro superabile mediante la procedura ivi prevista); esso non preclude, di per sé, che la società si doti delle risorse necessarie al rimborso del socio recedente, fermo restando che l'acquisto di azioni proprie deve comunque avvenire nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, che l'indebitamento non contribuisce a formare. Il divieto rileverà invece qualora sia la società a finanziare o garantire l'acquisto della partecipazione del fondo da parte dell'imprenditore o di un terzo.

Inoltre, qualora l'imprenditore, in cambio della concessione al fondo di un diritto di recesso (paragonabile a una *put* del fondo nei confronti della società) chieda e ottenga un diritto di riscatto da parte della società (paragonabile a una *call* della società nei confronti del fondo), tale diritto sarà soggetto al limite già evidenziato per il *drag-along* nel paragrafo 3.3 che precede, ovvero che al socio soggetto al riscatto sia garantito un corrispettivo non inferiore al valore di liquidazione previsto in caso di recesso.

4. L'effettività dei rimedi

Uno strumento di *exit* vale quanto il rimedio che lo assiste. L'opzione *put* o il *drag-along* esercitati validamente si traducono nella conclusione di un contratto di compravendita; se la controparte non adempie, il fondo può chiedere l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo di contrarre, ma i tempi di un giudizio ordinario possono essere incompatibili con la vita di un fondo.

Di qui l'importanza di negoziare dei presidi a garanzia dell'effettività dei rimedi del fondo relativamente alla sua *exit*. Tali presidi sono spesso un negoziato difficile, perché intervengono sul possesso che l'imprenditore ha dei propri certificati azionari o (se dematerializzate) delle sue azioni nella società.

Presidi tipici includono il deposito in garanzia (c.d. *escrow*) dei titoli dell'azionista di maggioranza presso una banca o una società fiduciaria, ovvero delle procure irrevocabili conferite dall'imprenditore al gestore del fondo (e quindi anche nell'interesse del mandatario) a vendere le azioni nel contesto di una procedura di vendita o a seguito dell'esercizio di un *drag-along*, ovvero ancora penali a carico dell'imprenditore per l'inadempimento agli obblighi di cooperazione nel processo di vendita o ad altri obblighi posti a suo carico, tenendo conto che queste ultime sono riducibili dal giudice se manifestamente eccessive.

Un ulteriore presidio, spesso sottovalutato, riguarda la scelta della sede di risoluzione delle controversie. L'inserimento nello statuto di una clausola compromissoria e nel patto parasociale di una clausola arbitrale consente di ottenere tempi di decisione più compatibili con la vita del fondo; inoltre, a seguito della riforma del processo civile del 2022, le parti possono attribuire agli arbitri il potere di concedere misure cautelari, ad esempio per inibire un trasferimento in violazione del *lock-up* o per assicurare l'esecuzione di un obbligo di vendita, ferma in mancanza di tale attribuzione la possibilità di ricorrere al giudice ordinario in via d'urgenza con un c.d. 700 (dal relativo articolo del Codice di Procedura Civile).

Un ultimo profilo, che non attiene propriamente ai rimedi ma ne condiziona in concreto l'efficacia (ed è ben presente nella mente dei fondi di *private equity*), è l'allineamento del *top management*: un piano di incentivazione (c.d. *management incentive plan* o *MIP*) con premi crescenti legati al valore della società all'*exit* cristallizzati in una scaletta preconcordata (c.d. *ratchet*) rende il *top management* parte attiva del processo di vendita e riduce il rischio di ostruzionismo informativo, che rappresenta in concreto

vedi l'articolo online

uno dei principali ostacoli a un'uscita efficiente.

5. Conclusioni

L'investimento di minoranza resta, per un fondo di *private equity*, un'operazione in cui l'*exit* non può essere imposta, ma deve essere costruita. Nessuno degli strumenti esaminati è di per sé risolutivo: il *tag-along* ha natura solo difensiva, l'IPO dipende dalle condizioni di mercato, le opzioni *put* scontano la capacità finanziaria dell'imprenditore e un residuo rischio di invalidità, il recesso incontra i vincoli patrimoniali della società.

La tutela del fondo dipende piuttosto dalla combinazione coerente di tali strumenti in una sequenza ordinata (*lock-up*, *dual track*, procedura di vendita assistita da ROFO e *drag-along*, eventuali opzioni di ultima istanza) e dall'effettività dei presidi che li assistono.

In questa prospettiva, il momento decisivo resta quello dell'ingresso: è allora, quando il fondo dispone ancora della leva del capitale non versato, che occorre fissare tempi, prezzi minimi, criteri di valutazione e obblighi di cooperazione, e allineare gli interessi del *management* a quelli dell'*exit*. Un'architettura contrattuale ben costruita non sostituisce la collaborazione dell'imprenditore, ma rende più costoso, per chi la nega, sottrarvisi.

vedi l'articolo online



DB non solo diritto bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

dirittobancario.it