



Come gestire le negoziazioni con un investitore



Lezione 4

Obiettivi e contenuti della negoziazione a confronto

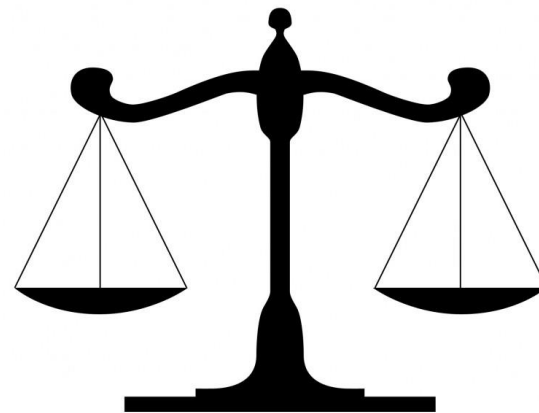
Obiettivi della negoziazione a confronto

Soci fondatori

- Condivisione del rischio di impresa
- Garanzie di finanziamento
- No a vendite forzate o svalutazioni d'azienda
- Autonomia di gestione

Investitore

- Contenimento dei rischi legati all'investimento
- Massimizzazione del profitto
- Tutela dell'exit
- Controllo sulla gestione



Obiettivi dei fondatori

- Certezza dell'investimento
- Inserimento di clausole di tag along
- Particolare attenzione all'exit del socio finanziatore per evitare svalutazioni dell'azienda o vendite forzate
- Autonomia gestionale con riferimento a questioni di ordinaria amministrazione



Obiettivi dell'investitore

- Asset della target e diritti di proprietà intellettuale (R&W e loro durata)
- Inserimento clausola di drag along e diritto di gradimento per ingresso nuovi soci
- Previsione nei confronti dei soci fondatori del divieto di vendere le proprie partecipazioni per un certo periodo di tempo
- Clausole anti-diluizione in caso di successivo aumento di capitale ad un prezzo inferiore a quello versato
- Materie riservate alla competenza dell'assemblea e del CdA e quorum qualificati
- Nomina amministratori; limiti monetari a taluni poteri affidati agli amministratori nominati dai soci fondatori
- Privilegio nella distribuzione degli utili o in sede di liquidazione della società



Come gli obiettivi si traducono in clausole del Term Sheet e poi dell'accordo di investimento



Ammontare
dell'investimento

Pre-money valuation

Termini e condizioni per la
realizzazione
dell'investimento



Lock up

Drag-along

Tag-along

Ipotesi di exit

Liquidation preference

Anti-diluizione



Diritto di veto

Quorum qualificati su
materie riservate

Nomina di amministratori
e sindaci

Divieti di concorrenza e
obblighi di stabilità

Reportistica periodica



Pre-money valuation

- Valutazione finanziaria della società effettuata prima di un round di finanziamento. E' una valutazione complessa da eseguire, soprattutto quando si tratta di valutare una società neonata (seed stage) che non ha ancora operato sul mercato e per la quale non si hanno a disposizione dati o performance numeriche passate dell'azienda, utili ad esempio per effettuare un confronto con business model simili all'interno dello stesso mercato.
- A che cosa rileva? Determinazione della partecipazione di ingresso nel capitale dell'investitore
- Come si calcola? Esistono formule ad hoc che tengono conto degli assets (tangibili, intangibili) della startup, dei ricavi (attuali o futuri), delle prospettive di crescita tenuto conto anche del settore/mercato, etc.
- E se l'ammontare calcolato non fosse corretto e dopo la chiusura dell'operazione di investimento, la valutazione della società risultasse più bassa? Come l'investitore può tutelarsi? Es. R&W, clausole anti-diluzione



Diritto di trascinamento (drag along)

- Taluni soci (di solito, soci di maggioranza) che intendono vendere la propria partecipazione sociale, nel caso in cui trovino un terzo acquirente interessato ad acquisire il 100% del capitale sociale della società target, avranno la possibilità di “trascinare” nella vendita anche gli altri soci (di solito, soci di minoranza). Di frequente, nelle operazioni di venture capital la clausola di drag along è prevista a favore degli investitori-soci di minoranza.

Effetti:

- socio titolare del diritto di drag along: diritto di trascinare nella vendita tutti gli altri soci
 - gli altri soci: obbligo di vendere la propria partecipazione (con auspicabile vantaggio economico)
 - terzo acquirente: acquista, con un unico negozio o più negozi, l'intero capitale sociale della startup
- **Nelle operazioni di venture capital è una clausola voluta soprattutto dai fondi di venture capital preoccupati di garantirsi l'exit, più che da business angel ed imprenditori industriali**



Diritto di co-vendita (tag along)

- La clausola di tag along è solitamente prevista a tutela dei soci di minoranza. Nel caso in cui il socio di maggioranza voglia cedere la propria partecipazione, i soci di minoranza avranno diritto di vendere la propria partecipazione alle medesime condizioni e allo stesso prezzo concordati dal socio di maggioranza con il terzo.

Effetti:

- socio titolare del diritto di co-vendita: diritto di vendere la propria partecipazione alle stesse condizioni del socio che per primo ha manifestato l'intenzione di vendere trovando il terzo acquirente
- socio che ha per primo manifestato la volontà di vendere trovando il terzo acquirente: nel caso di esercizio del diritto di co-vendita da parte degli altri soci, dovrà attivarsi affinché il terzo acquirente acquisti anche le partecipazioni dei soci che hanno esercitato il diritto di co-vendita, pena l'impossibilità di alienare le proprie partecipazioni
- terzo acquirente: potrebbe non voler acquistare la partecipazione dei soci che hanno esercitato il diritto di co-vendita, in tal caso o salta la vendita o il socio, che per primo ha manifestato la volontà di vendere ed ha trovato il terzo acquirente, potrà impegnarsi ad acquistare la partecipazione dei soci che hanno esercitato il diritto di co-vendita

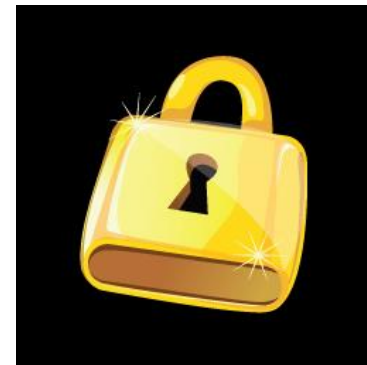


Lock-Up («chiudere a chiave»)

- Clausola che sancisce l'impegno di uno o più soci a non vendere la propria partecipazione per un determinato periodo di tempo (ammissibile ex art. 2355-bis e 2469 c.c.). Nelle operazioni di venture capital, è utilizzata soprattutto per impedire ai soci fondatori della startup di vendere la propria partecipazione prima di un certo periodo di tempo dall'ingresso del socio investitore.

Effetti:

- stabilizzazione e certezza dell'assetto proprietario
- consolidamento del business
- limite alla possibilità di disinvestimento



Liquidation Preference

- La liquidation preference scatta in vista ed in occasione di un evento di liquidità. Di norma, tale clausola attribuisce all'investitore il diritto di ricevere, prima degli altri soci, una quota del ricavato dall'evento di liquidità che sia almeno pari all'investimento eseguito e, sul residuo, una ulteriore quota questa volta in concorrenza con gli altri soci in una percentuale pari alla propria partecipazione sociale.

Effetti:

- investitore: garanzia sulla remunerazione dell'investimento
- soci: pericolo di non beneficiare di alcun ritorno economico
- attenzione al divieto di patto leonino! Gli investitori in quanto soci non possono solo godere di vantaggi patrimoniali



Negoziazione

Obiettivi e consigli pratici:

- Acquisire informazioni sull'investitore e sulle sue 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

