

AIFI

Continuation fund:
una nuova frontiera
per la gestione attiva
nel private equity

di
Emidio Cacciapuoti,
Giorgio Fantacchiotti,
Anna Gagliardi, Luca Lisco,
Pietro Pozzati, Matteo Zenari

Continuation fund: una nuova frontiera per la gestione attiva nel private equity

di

*Emidio Cacciapuoti, Giorgio Fantacchiotti,
Anna Gagliardi, Luca Lisco, Pietro Pozzati,
Matteo Zenari*

Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio

Periodico di AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

Numero 59 – Anno 2025

Autorizzazione del Tribunale di Milano n. 794 del 23 dicembre 2003
ISSN 1824-4734
ISBN 978-88-238-6340-8

Direttore Responsabile

Anna Gervasoni

Comitato Scientifico

Innocenzo Cipolletta (Presidente)
Mario Benassi
Giampio Bracchi
Fabio Buttignon
Lorenzo Caprio
Maurizio Dallochio
Gian Maria Gros-Pietro
Donato Masciandaro
Giangiacomo Nardozzi
Stefano Preda
Sandro Sandri
Riccardo Varaldo

Comitato di Redazione

Alessandra Bechi
Alessia Muzio
Barbara Passoni

Redazione

AIFI – Via Pietro Mascagni, 7 – 20122 Milano
tel. +39 02 7607531 – fax +39 02 76398044
E-mail: quaderni@aifi.it – Web: www.aifi.it

Progetto grafico
di copertina e degli interni

Studio Tragni, Milano

Impaginazione

Corpo4 Team, Milano

Stampa

Logo S.p.A. – Borgoricco (Pd)

Copyright

© Egea S.p.A. Via Salasco, 5 – 20136 Milano
Tutti i diritti riservati.
La pubblicazione, riproduzione o ristampa della rivista e degli articoli in essa contenuti è vietata, salvo autorizzazione scritta dall'editore previo consenso dell'autore.

Finito di stampare nel mese di ottobre 2025

Questo numero è stato chiuso in redazione il 17 ottobre 2025

Gli autori

Emidio Cacciapuoti è socio dello Studio Legale Advant-Nctm. Ha conseguito un Master in Diritto Tributario dell'Impresa presso Università Bocconi e un *LLM* presso l'Università di Leiden. È esperto di gestione collettiva del risparmio e specializzato nella strutturazione di fondi di investimento italiani e internazionali, accordi di co-investimento, schemi di *carried interest*, operazioni sul mercato secondario, costituzione ed autorizzazione di gestori di fondi alternativi. Insegna Tax Law presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC – di Castellanza e al Master di diritto Tributario Wolters Kluwer.

Emidio Cacciapuoti is a partner at Advant-Nctm Law Firm. He holds a Master's degree in Business Tax Law from Bocconi University and an LL.M. from Leiden University. He is an expert in collective asset management and specializes in the structuring of Italian and international investment funds, co-investment agreements, carried interest schemes, secondary market transactions, and the establishment and authorization of alternative fund managers. He teaches Tax Law at Carlo Cattaneo University – LIUC – in Castellanza and in the Wolters Kluwer Master's Program in Tax Law.

Giorgio Fantacchiotti è socio di FIVERS da giugno 2025, dopo essere stato 10 anni socio di Bonelli Erede e 11 anni socio di Linklaters. Svolge la sua attività nell'ambito M&A, sia nazionale sia *cross border*, a favore sia di *financial sponsors* sia di *corporate*, ed è specializzato in operazioni di *leveraged buyout*, *private equity*, *preferred capital*, *joint ventures*, riorganizzazioni societarie, fusioni e acquisizioni di società o aziende. Ha anche maturato una significativa esperienza in materia di società quotate e disciplina OPA. Giorgio è Avvocato in Italia e Solicitor of the Supreme Courts of England and Wales. È attualmente classificato Band 2 in Corporate/M&A: Mid-Market da Chambers Global ed Europe 2025, Band 3 in Private Equity da Chambers Europe 2025, ed è incluso nella Hall of Fame del Private Equity da Legal 500 EMEA 2025.

Giorgio Fantacchiotti has been a partner at FIVERS since June 2025, following a decade as a partner at BonelliErede and eleven years as a partner at Linklaters. He focuses on M&A transactions, both domestic and cross-border; advising financial sponsors and corporates alike. His expertise spans leveraged buyouts, private equity, preferred capital instruments, joint ventures, corporate reorganizations, and mergers and acquisitions of companies and businesses. He also has substantial experience in listed companies and public M&A regulations. Giorgio is qualified as a lawyer in Italy and as a Solicitor of the Supreme Courts of England and Wales. He is currently ranked Band 2 in Corporate/M&A: Mid-Market by Chambers Global and Europe 2025, Band 3 in Private Equity by Chambers Europe 2025, and is listed in the Hall of Fame for Private Equity by Legal 500 EMEA 2025.

Anna Gagliardi è *counsel* di FIVERS da maggio 2025, dopo essere stata 10 anni *associate* di Bonelli Erede e 11 anni *managing associate* di Linklaters. Si occupa principalmente di diritto commerciale e societario assistendo clienti italiani e internazionali in operazioni di *private equity* e M&A. Ha ma-

turato una significativa esperienza in acquisizioni (anche nel contesto di *delisting*), co-investimenti, dismissioni, *joint venture*, fusioni (anche con indebitamento), con focus crescente sul settore finanziario ed assicurativo. Ha assistito negli anni gruppi multinazionali in complesse riorganizzazioni *cross-border* in svariati settori d'impresa, regolamentati e non. Presta inoltre consulenza su tematiche di diritto commerciale e societario e ha maturato esperienza nella predisposizione e negoziazione di contratti commerciali di varia natura. Anna è Avvocato in Italia e ha conseguito un LLM (*Master of Laws*) in *International Business Law* presso The Dickson Poon School of Law del King's College di Londra.

Anna Gagliardi *has been counsel at FIVERS since May 2025, after ten years as an associate at BonelliErede and eleven years as a managing associate at Linklaters. Her practice focuses on commercial and corporate law, advising Italian and international clients on private equity and M&A transactions. She has developed significant experience in acquisitions (including in delisting contexts), co-investments, divestitures, joint ventures, mergers (including leveraged mergers), with a growing focus on the financial and insurance sectors. Over the years, she has assisted multinational groups in complex cross-border reorganizations across various regulated and non-regulated industries. Anna also provides ongoing advice on commercial and corporate law matters and has extensive experience drafting and negotiating a wide range of commercial contracts. She is qualified as a lawyer in Italy and holds an LLM in International Business Law from The Dickson Poon School of Law at King's College London.*

Luca Lisco, in Intesa Sanpaolo - Divisione IMI CIB dal 2019, ricopre il ruolo di Head of Financial Sponsors Italy, con la responsabilità del coverage dei fondi di Private Equity domestici e internazionali con focus sulle transazioni relative al mercato italiano e sulle attività di investment banking, tra cui Leveraged & Acquisition Finance, Debt Capital Markets (DCM), Equity Capital Markets (ECM) e M&A Advisory. Prima di entrare in Intesa Sanpaolo, Luca ha maturato circa dieci anni di esperienza in primarie istituzioni nel Private Equity principal investments, Advisory e Investment Banking. Luca è laureato in Finance presso l'Università Bocconi di Milano.

Luca Lisco, *at Intesa Sanpaolo – IMI Corporate & Investment Banking Division since 2019, serves as Head of Financial Sponsors Italy, responsible for the coverage of domestic and international Private Equity funds, with a focus on Italian-related transactions and investment banking activities, including Leveraged & Acquisition Finance, Debt Capital Markets (DCM), Equity Capital Markets (ECM), and M&A Advisory. Before joining Intesa Sanpaolo, he gained approximately ten years of experience at leading institutions in Private Equity principal investments, Advisory, and Investment Banking. Luca is graduated in Finance at Bocconi university in Milan.*

Pietro Pozzati è senior associate di FIVERS da giugno 2025, dopo essere stato 8 anni associate di Linklaters. Si occupa principalmente di diritto commerciale e societario assistendo regolarmente fondi di investimento e società multinazionali in operazioni di M&A sia domestiche che cross-border. Ha maturato una significativa esperienza in acquisizioni (anche nel contesto di *delisting*), co-investimenti, operazioni di *preferred capital*, dismissioni, *joint venture*, fusioni (anche con indebitamento) e altre operazioni straordinarie. Pietro è Avvocato in Italia e ha conseguito un LLM (*Master of Laws*) in *International Financial Law* presso The Dickson Poon School of Law del King's College di Londra.

Pietro Pozzati *has been a senior associate at FIVERS since June 2025, after eight years as an associate at Linklaters. He primarily focuses on commercial and corporate law, regularly advising investment funds and multinational companies on both domestic and cross-border M&A transactions. He*

has gained significant experience in acquisitions (including in delisting scenarios), co-investments, preferred capital transactions, divestitures, joint ventures, mergers (including leveraged mergers), and other extraordinary transactions. Pietro is qualified as a lawyer in Italy and holds an LLM in International Financial Law from The Dickson Poon School of Law at King's College London.

Matteo Zenari è Responsabile Financial Sponsors per la Divisione IMI CIB di Intesa Sanpaolo dal 2017, dove coordina team basati a Milano, Londra e New York dedicati all'attività di Fund Finance (Capital Call, Fund Hedging, NAV/GP financing e Back Leverage) e di Investment Banking (Leveraged & Acquisition Finance, Debt Capital Markets, Equity Capital Markets e M&A Advisory) con focus su operazioni domestiche ed internazionali promosse da fondi di *private capital*. Prima di entrare in Intesa Sanpaolo, Matteo è stato responsabile del *business* di M&A Advisory per Società Generale in Italia e vanta un'esperienza di Investment Banking di oltre 20 anni. Dal 2024 è Consigliere di AIFI e Vicepresidente della Commissione M&A di AIFI. Matteo è laureato in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano.

Matteo Zenari *is leading the Financial Sponsors Group for Intesa Sanpaolo IMI CIB since 2017, where he coordinates different teams based in Milan, London and New York in charge of Fund Finance products and services (Capital Call, Fund Hedging, NAV/GP financing and Back Leverage) and Investment Banking (Leverage & Acquisition Finance, Debt Capital Markets, Equity Capital Markets and M&A Advisory) with focus on domestic and international deals led by private capital operators. Before joining Intesa Sanpaolo, he was Head of M&A department at Société Generale in Italy, with a work experience of more than 20 years in Investment Banking. Since 2024 he is Board Member of AIFI and Vice Chairman of the M&A Commission of AIFI. Matteo is graduate in Management and Finance at Bocconi university in Milan.*

Indice

Abstract	9
1. Introduzione	11
1.1 Il mercato secondario del private capital	11
1.2 Le transazioni GP-led e Continuation Fund	12
1.3 Fattori critici di successo di un Continuation Fund	14
2. La creazione del Continuation Fund e le relative caratteristiche	17
2.1 Differenza tra Continuation Fund «single asset» e «multi asset»	17
2.2 Terms and Conditions: peculiarità dei Continuation Fund	18
2.3 Gestione dei Conflitti d'Interesse	21
3. Brevi commenti sul regime fiscale della struttura del Continuation Fund	23
4. La strutturazione del processo di vendita	26
4.1 Continuation Fund come operazione di mercato	26
4.2 Due Diligence e relative opzioni	27
4.3 Cenni sulla struttura contrattuale di un'operazione di Continuation Fund	29
4.4 Cenni sulla struttura e i contenuti tipici di un transaction agreement	30

Abstract

Negli ultimi anni, il mercato secondario del *private capital* ha registrato una crescita significativa, trainata dalla necessità degli investitori istituzionali di ottenere liquidità in un contesto di rallentamento delle tradizionali modalità di dismissione (M&A e IPO). In questo scenario, le operazioni cosiddette GP-led, e in particolare i *continuation fund*, si sono affermate come strumenti innovativi e sempre più diffusi. I *continuation fund* consentono ai gestori di prolungare la gestione di *asset* selezionati, spesso di alta qualità, trasferendoli a nuovi veicoli di investimento da loro stessi amministrati. Questo approccio permette di valorizzare ulteriormente *asset* con potenziale di crescita, offrendo al contempo liquidità agli investitori del fondo originario.

L'articolo analizza le motivazioni strategiche che spingono GPs e LPs a ricorrere a tali strumenti, evidenziando i vantaggi in termini di allineamento di interessi, riduzione del rischio di portafoglio e maggiore trasparenza nei processi di valorizzazione. Viene inoltre approfondita la struttura operativa e contrattuale di queste operazioni, con particolare attenzione alla gestione dei conflitti di interesse, alla *due diligence*, alla strutturazione del processo competitivo e agli aspetti fiscali.

Infine, si sottolinea come i *continuation fund*, soprattutto nella loro forma “*single asset*”, rappresentino oggi una valida alternativa alle tradizionali *exit*, contribuendo a rendere il mercato secondario sempre più sofisticato e strategico per l'intero ecosistema del *private equity*.

In recent years, the secondary market for private capital has experienced significant growth, driven by institutional investors' increasing need for liquidity amid a slowdown in traditional exit routes such as M&A and IPOs. Within this context, GP-led transactions, and particularly continuation funds, have emerged as innovative and increasingly popular tools. continuation funds allow fund managers to extend the holding period of selected assets—often high-quality ones—by transferring them to newly raised vehicles under their continued management. This approach enables further value creation while providing liquidity to investors in the original fund.

The article explores the strategic motivations behind the use of these structures by both GPs and LPs, highlighting benefits such as interest alignment, reduced portfolio risk, and enhanced transparency in asset valuation. It also delves into the operational and contractual frameworks of these transactions, with a focus on conflict-of-interest management, due diligence processes, competitive structuring, and tax considerations.

Finally, the article underscores how continuation funds—especially in their “single asset” form—have become a viable alternative to traditional exits, contributing to a more sophisticated and strategic secondary market within the private equity ecosystem.

1. Introduzione

a cura di Matteo Zenari e Luca Lisco

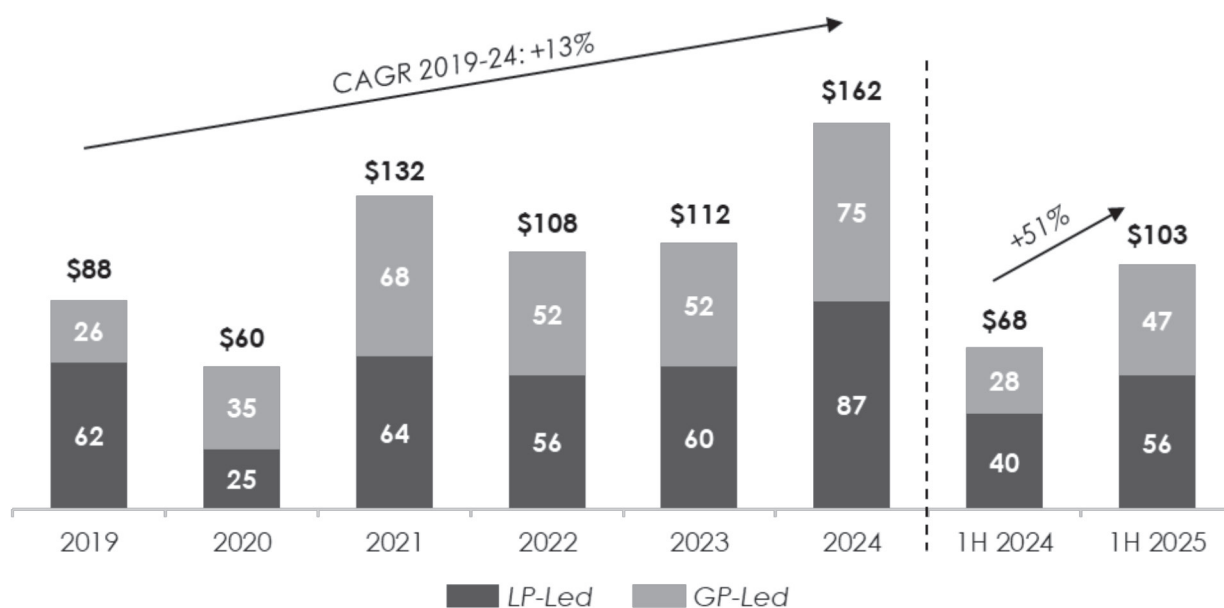
1.1 Il mercato secondario del private capital

Negli ultimi anni il mercato secondario del *private capital* ha registrato una crescita senza precedenti, raggiungendo volumi record a livello globale.

Si stima che nel 2024 i volumi globali di transazioni di secondario abbiano toccato i 162 miliardi di dollari, in aumento del 45% rispetto al 2023 (\$112mld) e del 23% rispetto al precedente picco registrato nel 2021 (\$132mld). Il *trend* di crescita strutturale del mercato è confermato anche nei primi mesi del 2025, in quanto nel solo primo semestre 2025 sono già stati registrati 103 miliardi di dollari di transazioni, il livello più alto di sempre per un semestre¹.

Questo *trend* recente risponde primariamente alla crescente richiesta di generare liquidità per gli investitori (LPs) tramite operazioni innovative e alternative alle più tradizionali modalità di *exit* da parte dei *private equity*, il cui rallentamento recente ha causato un allungamento della vita media delle *target* partecipate dai fondi. Infatti, le *exit* tramite M&A e IPO degli *asset* in portafoglio negli ultimi anni hanno mostrato un calo a causa di diversi fattori congiunturali. Basti pensare che a livello globale, nel 2024, il controvalore delle *exit* da parte dei fondi di *private equity* sono risultate del 15%

Figura 1 Volume delle transazioni nel mercato del secondario globale (\$ mld)



Fonte: Jefferies, “Global Secondary Market Review”, edizioni di gennaio e luglio 2025

¹ Come mostrato in Figura 1, tratta da Jefferies, “Global Secondary Market Review”, edizioni di gennaio e luglio 2025.

inferiori rispetto ai valori medi a 5 anni², e l'*holding period* mediano degli *asset* ceduti è stato di circa 6,1 anni, più alto di circa il 13% rispetto ai 5,4 anni registrato nel 2019³.

Il mercato del secondario si suddivide in due principali tipologie di operazioni:

- (i) *LP-led*: sono guidate dagli investitori (*Limited Partners* – LPs) e consistono nella cessione delle quote detenute in fondi di *private equity* da parte di un LP a favore di nuovi acquirenti. Tali operazioni rappresentano per gli LP uno strumento di *portfolio management* attivo per generare liquidità, ribilanciare i portafogli e rispondere a esigenze di *asset allocation*.
- (ii) *GP-led*: si sviluppano su iniziativa dei gestori (*General Partners* – GPs) che strutturano la cessione di uno o più *asset* in portafoglio ad un nuovo fondo, sempre da loro stessi gestito. Queste operazioni consentono di distribuire liquidità agli LP dei fondi cedenti, e contestualmente al GP di mantenere la gestione di *asset* per un rinnovato *holding period*. Nei seguenti paragrafi verrà effettuata una descrizione più approfondita di questa tipologia di transazioni.

1.2 Le transazioni GP-led e Continuation Fund

Il segmento delle operazioni GP-led si è affermato negli ultimi anni come la componente a maggiore crescita del mercato secondario con un CAGR del 23% nel periodo 2019-24, e una recente accelerazione da 52 miliardi di dollari nel 2023 a 75 miliardi di dollari nel 2024, facendo registrare una crescita del 44%. Nel primo semestre 2025, il *trend* ha continuato a consolidarsi con una progressione del 68% rispetto allo stesso semestre del 2024.⁴

Dal punto di vista geografico, gli Stati Uniti rappresentano circa i due terzi dei volumi complessivi, seguiti dall'Europa con circa il 30% e dall'Asia con una quota residuale.⁵ Questa distribuzione riflette la maggiore dimensione e maturità del mercato nordamericano del *private equity*, ma va sottolineato come anche in Europa ci sia crescente interesse per queste transazioni.

All'interno della categoria di transazioni di secondario GP-led, nel 2024, circa l'84% dei volumi è stato relativo ai *continuation fund*, ovvero le transazioni in cui uno (*"Single-Asset Continuation Fund"* o *"SACF"*) o più *asset* (*"Multi-Asset Continuation Fund"* o *"MACF"*) vengono ceduti da un fondo preesistente a un veicolo di investimento di nuova raccolta da parte dello stesso GP, che *"continua"* a gestirli.

I dati di mercato indicano che negli ultimi anni i *continuation fund* hanno rappresentato una quota crescente dei volumi di *exit* di *asset Sponsor-backed* a livello globale, fino ad arrivare a circa il 13% nel 2024, quota più che raddoppiata rispetto al 5% registrato nel 2020.⁶

² Fonte Bain & Company, "Global Private Equity Report 2025".

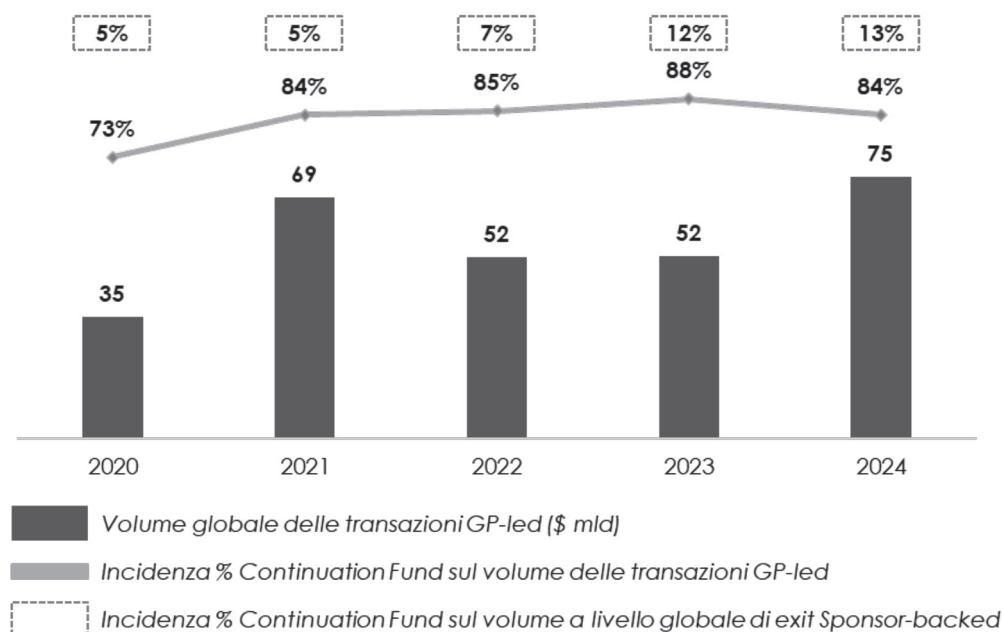
³ Fonte Bain & Company, "Global Private Equity Report 2025".

⁴ Come mostrato in Figura 1, tratta da Jefferies, "Global Secondary Market Review", edizioni di gennaio e luglio 2025.

⁵ Fonte Lazard, "Secondary Market Report 2024", edizione di gennaio 2025.

⁶ Come mostrato in Figura 2, tratta da Jefferies, "Global Secondary Market Review", edizione di gennaio 2025.

Figura 2 Volume globale delle transazioni GP-led (\$ mld)



Fonte: Jefferies, “Global Secondary Market Review”, edizione di gennaio 2025

Dopo aver descritto i principali *trend* di mercato globale, è interessante commentare i principali motivi sottostanti al crescente volume di queste transazioni.

Trophy Assets

Uno dei principali fattori abilitanti di questa crescita è rappresentato dal fatto che, a differenza del passato, in cui lo strumento del *continuation fund* veniva associato a portafogli di *asset* poco performanti per cui il GP non riusciva a trovare una via di *exit*, negli ultimi anni i GP, per queste transazioni, si sono focalizzati sugli *asset* di migliore qualità nei propri portafogli, attirando l’interesse degli investitori sui cosiddetti *trophy assets*. Infatti, è la categoria dei SACF che è maggiormente cresciuta nel tempo. Si pensi che nel 2024 i SACF hanno rappresentato circa il 54%⁷ dei volumi totali di operazioni *continuation fund*, in crescita rispetto al 41%⁸ del 2023.

GP

Lato GP, i razionali per lanciare un *continuation fund* su un *asset* selezionato sono molteplici. Queste operazioni consentono infatti al GP di ripartire con un nuovo periodo di gestione dell’*asset* oltre l’orizzonte temporale del fondo che aveva originariamente investito, e raccogliere nuovo capitale per perseguire un ulteriore percorso di crescita organica e tramite *add-on*. Contestualmente, si cristallizza il valore dell’*asset* del fondo cedente, generando un *liquidity event* per gli LP. Infine, non da ultimo, il *continuation fund* è uno strumento per i GP per sviluppare o rafforzare relazioni con LP sofisticati, sia investiti nel precedente fondo in gestione e sia di nuova origine.

⁷ Fonte Jefferies, “Global Secondary Market Review”, edizione di gennaio 2025.

⁸ Fonte Jefferies, “Global Secondary Market Review”, edizione di gennaio 2024.

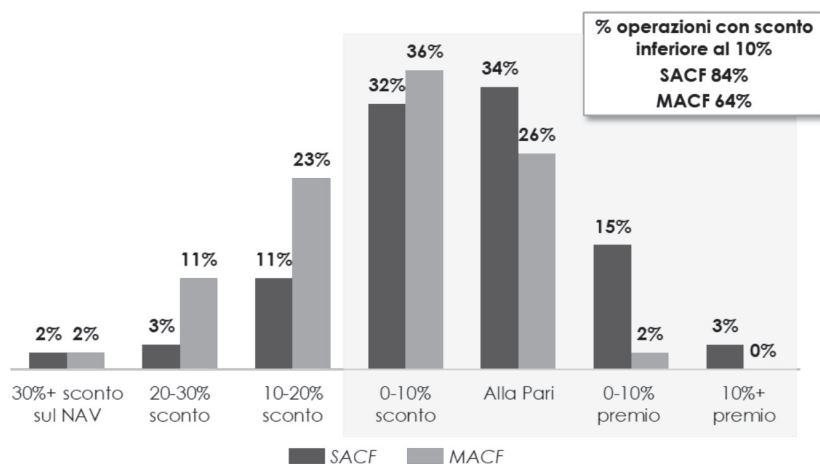
LP

Dal lato degli investitori, l'appetito per la sottoscrizione di *continuation fund* è aumentato negli anni. Non solo la dimensione dei fondi di secondario raccolti dai principali *asset manager* mondiali si è innalzata nel tempo, ma si osserva un crescente numero di nuovi investitori interessati a questa *asset class*, anche tra le categorie di LP più tradizionali, quali fondi pensione, *sovereign wealth fund*, assicurazioni e fondazioni. Tra i fattori che gli LP valutano positivamente rispetto alla sottoscrizione di quote di un fondo di *private equity*, va sottolineato che l'investimento in un singolo *asset* di qualità, già noto al gestore e con buoni fondamentali di crescita, consente di minimizzare da un lato il cosiddetto *blind pool risk*, in quanto la *target* è già nota e, dall'altro, il cosiddetto *J-Curve Effect*, poichè il capitale viene investito al momento della sottoscrizione, al netto di capitale riservato per futuri *add-on*.

Pricing

L'incrocio tra offerta di *asset* di qualità e domanda crescente da parte degli investitori ha inoltre generato un *trend* virtuoso per quanto riguarda il *pricing* di queste transazioni, espresso come percentuale di sconto o di premio sul NAV del fondo cedente. Le statistiche globali indicano che lo sconto medio sul NAV per tutte le transazioni GP-led concluse nel 2024 è stato contenuto, in media del 6%⁹, ed è interessante sottolineare come il 52% dei SACF sia stata chiusa alla pari o addirittura a premio, contro il 28% dei MACF¹⁰, a conferma che gli investitori sono pronti a pagare un prezzo pieno per società di qualità e che possano offrire ancora buone prospettive di crescita futura.

Figura 3 Distribuzione del *pricing* delle transazioni GP-led nel 2024



Fonte: Campbell Lutyens, "Secondary market overview - Full year 2024"

1.3 Fattori critici di successo di un Continuation Fund

La strutturazione di un *continuation fund* mette in luce alcuni punti chiave che il GP deve gestire per portare a termine l'operazione con successo. Per lo più sono riconducibili al potenziale conflitto d'interesse che può nascere sul razionale e sulla valutazione dell'operazione in cui il gestore è il medesimo sia per il fondo venditore dell'*asset*, che per il nuovo fondo acquirente che viene raccolto ad-hoc, con una base di investitori in tutto o in parte non coincidente.

Ci sono vari aspetti che mitigano tali punti di attenzione, descritti nei seguenti paragrafi.

⁹ Fonte Campbell Lutyens, "Secondary market overview - Full year 2024".

¹⁰ Come mostrato in Figura 3, tratta da Campbell Lutyens, "Secondary market overview - Full year 2024".

Strumenti di allineamento di interessi

Prima di tutto, uno degli aspetti maggiormente attenzionati dagli investitori è il *commitment* del GP nel *continuation fund*, in quanto viene considerato uno dei principali strumenti di allineamento di interessi. Si rimanda al capitolo successivo per alcune statistiche in merito.

Inoltre, in svariati casi i GP hanno scelto di reinvestire integralmente il *carried interest* maturato, arrivando talvolta ad apportare ulteriore capitale, a testimonianza di una forte convinzione sul potenziale di ulteriore creazione di valore dell'asset ceduto.

Un ulteriore strumento di allineamento di interessi, spesso considerato un *plus* dagli investitori, è il cosiddetto *commitment cross-fund*, ovvero il co-investimento al fianco del *continuation fund* da parte del più recente fondo *flagship* raccolto dal gestore.

Infine, altro elemento valutato positivamente da parte degli investitori, è il significativo *commitment* nel progetto da parte del *management* della società oggetto di acquisizione, che viene tipicamente incentivato con un nuovo *Management Incentive Plan* ("MIP").

Razionali strategici ed equity story

Come descritto in precedenza, il crescente appetito per le operazioni di *continuation fund* è correlato anche alla scelta sempre più frequente da parte dei GP di selezionare per queste transazioni gli *asset* di qualità all'interno dei propri portafogli.

Poiché infatti gli investitori per i *continuation fund* sono sofisticati e conducono analisi approfondite sull'asset proposto, risulta fondamentale per il buon successo dell'operazione che ci siano solidi razionali strategici e una *equity story* che possano risultare attrattivi.

Elementi tipicamente apprezzati dagli investitori sono, per esempio, evidenza di *macro-trend* favorevoli che sostengono l'attesa crescita organica, un posizionamento di *leadership* nel mercato di riferimento, una *pipeline* azionabile di operazioni di *add-on* a valore aggiunto, ed un solido *management* alla guida della società.

Processo competitivo e principali attori

Ulteriore elemento di conforto per gli investitori, è la conduzione di un processo trasparente e strutturato, da cui emerga un prezzo validato da una dinamica competitiva tra investitori primari.

Il GP tipicamente incarica un panel di *advisor* primari per assisterlo nel processo: i *Financial Advisor* che si focalizzeranno sul *fundraising*, nel dialogo con gli investitori e nel coordinamento di processo, nonché nella preparazione del materiale di *marketing* e della *Vendor Data Room*, affiancati dai consulenti Legali, Fiscali, Contabili e di *Business* per le rispettive tematiche tecniche e report di *due diligence*. Inoltre, viene tipicamente selezionato un *advisor* che rilascerà una *Fairness Opinion*, al fine di validare la valutazione emersa dalle offerte ricevute.

La fase preparatoria include anche la parte più strategica, ovvero determinare la *capital structure* dell'operazione e il conseguente dimensionamento del capitale da raccogliere, inclusivo di potenziale capitale riservato a finanziare futuri *add-on*. In parallelo, vengono anche approcciati gli eventuali azionisti di minoranza, la cui decisione se vendere o reinvestire impatta sull'ammontare da raccogliere.

In questo contesto va coordinato anche il ruolo ricoperto dai *lender* che, nel contesto del *continuation fund*, dovranno fornire il loro *commitment* entro la data della manifestazione d'interesse vincolante, al fine di validare le proiezioni di ritorno atteso per i nuovi investitori e dare certezza ai venditori del *funding* della transazione.

Le tipologie di finanziamento si possono suddividere principalmente in (i) un finanziamento LBO finalizzato all'acquisizione della società *target* da parte del *continuation fund*, (ii) un finanziamento

al GP a supporto del proprio *commitment* e (iii) una linea ibrida di *Capital Call – NAV financing* al *continuation fund*, con lo scopo di gestire l'ordinaria gestione delle "chiamate di capitale" e introdurre un *layer* di leva sul NAV dell'operazione, per massimizzare i ritorni per gli investitori, nonché ottimizzare il *fund raising* e minimizzare il capitale raccolto e non utilizzato al *closing* (cosiddetto *undrawn commitment*).

Una volta identificata la *capital structure*, l'ammontare del capitale da raccogliere, e la platea di investitori da contattare, il processo prevede di solito una prima fase, in cui gli investitori hanno accesso alle *Vendor Due Diligence* e a prime sessioni con il GP, a valle delle quali viene richiesto di indicare una prima offerta non vincolante, inclusiva di valorizzazione dell'asset, *ticket* di investimento, e principali termini e condizioni economiche.

In questo contesto, molto spesso si vede la presenza di uno o più investitori che svolgono il ruolo dell'*anchor investor*, fornendo una significativa parte del capitale necessario per supportare il *continuation fund*. Sulla base delle offerte ricevute, vengono a questo punto selezionati un numero ristretto di investitori, che tipicamente coprono una parte significativa del *book*, con cui si passa alla seconda fase di due diligence confirmatoria e di negoziazione della documentazione, fino ad arrivare alla presentazione di offerte vincolanti. Il *book* viene poi chiuso con il complemento agli *anchor investor*, costituito dai *ticket* degli LP del fondo cedente che decidono di reinvestire e ulteriori altri investitori che entrano nel sindacato con *ticket* inferiori.

L'intero processo e le sue fasi principali necessitano di trasparenza comunicativa nei confronti degli LP del fondo cedente, a cui viene offerta l'opzionalità di reinvestire o meno, e il cui LPAC ("*Limited Partners Advisory Committee*"), costituito dai principali investitori, approverà la transazione dando al GP il consenso a procedere.

Conclusioni

Il mercato del secondario a livello globale, e in particolare delle operazioni di *continuation fund* su single *asset*, hanno mostrato *trend* di crescita e livelli record di volumi negli ultimi anni.

Il circolo virtuoso innescato, da un lato, dall'offerta di *asset* di qualità da parte dei GP e adeguati strumenti di allineamento di interessi e, dall'altro, da una crescente disponibilità di capitale da LP specializzati, ha generato livelli di *pricing* sostenuti per le operazioni, rendendole interessanti opportunità per generare *liquidity event* per i fondi di *private equity*.

In un contesto congiunturale di maggiore incertezza, i *continuation fund* si sono affermati come alternativa alle *exit* più tradizionali tramite M&A o IPO, con l'aspettativa che questo *trend* possa proseguire nel prossimo futuro.

2. La creazione del Continuation Fund e le relative caratteristiche

a cura di Emidio Cacciapuoti

2.1 Differenza tra Continuation Fund «single asset» e «multi asset»

Storicamente, i *continuation fund* erano associati a esigenze di ristrutturazione del portafoglio rimanente costituito da investimenti molto spesso in difficoltà. Il trasferimento degli *asset* a un nuovo veicolo (*multi-asset fund*) generava liquidità per gli investitori a fronte, tuttavia, di uno sconto rispetto al valore corrente.

Negli ultimi anni, l'utilizzo sempre più diffuso dei *continuation fund*, anche in una fase meno matura rispetto alla durata del fondo cedente, riflette la convinzione da parte dei gestori di *private equity* che alcuni investimenti possano generare maggior valore rispetto al tradizionale periodo di detenzione di una singola partecipazione (*single asset*), soprattutto nel caso di società con elevati margini di crescita (c.d. *trophy asset*) che possono generare ulteriori ritorni nel tempo.

In particolare, a partire dal 2015 i gestori si sono resi conto che i *continuation fund* potevano essere uno strumento utile anche per una singola partecipata di alta qualità, non solo per quelle in difficoltà. Potendole così gestire più a lungo, soprattutto in condizioni di mercato meno favorevoli, raccogliendo altresì nuovo capitale per supportarne lo sviluppo.

L'evoluzione delle strutture d'investimento e l'utilizzo sempre più diffuso dei cd. *single asset fund* ha posto una serie di quesiti e verifiche di natura tecnica sulla qualifica dei predetti schemi di investimento.

Al riguardo, non ci sono dubbi circa il fatto che, ancorché sia costituito per investire in un'unica operazione di portafoglio, un *single asset fund* possa qualificarsi, ai fini regolamentari, quale fondo d'investimento alternativo, dal momento che:

- i documenti costitutivi del fondo (e.g. regolamento di gestione in caso di un fondo chiuso riservato, oppure il *limited partnership agreement* di un veicolo lussemburghese) stabiliscono una precisa strategia e politica d'investimento che può prevedere anche l'identificazione degli *asset* che verranno trasferiti oltre che il profilo di rischio del medesimo fondo, i suoi limiti di investimento e di leva finanziaria;
- la raccolta degli impegni di sottoscrizione avviene attraverso l'offerta di quote partecipative del fondo che sono sottoscritte da una pluralità di investitori, solitamente distinti nelle seguenti categorie:
 - (i) uno o più *lead investor*¹¹, i quali si assumono il ruolo di terza parte nella negoziazione e definizione del prezzo di cessione nonché degli accordi di trasferimento che saranno poi formalizzati dal medesimo gestore che agisce per conto sia del fondo cedente che del *continuation fund*;
 - (ii) i c.d. *syndicate investor*, i quali, come i *lead investor*, hanno accesso alla *data room* predisposta dal gestore per valutare l'opportunità d'investimento ma che non partecipano attivamente alla negoziazione dei termini e, quindi, senza potere di determinare alcun effetto

¹¹ Si veda infra la nota 16.

sui documenti costitutivi del fondo (eventuali diritti specifici di tali investitori potranno essere riconosciuti in *side letter* concluse con il gestore); e

- (iii) i *rolling investor*, ovverosia gli investitori del fondo cedente che avranno deciso di optare per reinvestire, anche solo parzialmente, i proventi derivanti dalla cessione degli *asset* nel *continuation fund*;
- l'attività di gestione degli *asset*, ivi inclusi lo sviluppo e il conseguente disinvestimento, sarà svolta dal gestore in modo autonomo rispetto agli investitori, i quali non hanno poteri connessi alla gestione operativa del fondo.

Tale conclusione trova conferma nella possibilità, per i fondi d'investimento la cui sottoscrizione è riservata a investitori professionali (struttura tipica per il *private equity*), di derogare all'applicazione delle norme prudenziali in materia di contenimento e frazionamento del rischio che, invece, si applicano sempre ai fondi c.d. *retail*. Ne consegue che, come regola generale, l'investimento e la gestione di una singola partecipata non rappresenta, di per sé, un ostacolo alla qualificazione del veicolo quale fondo d'investimento alternativo.

2.2 Terms and Conditions: peculiarità dei Continuation Fund

La struttura e la negoziazione dei termini dei *continuation fund* presenta profili personalizzati rispetto ai fondi tradizionali che molto spesso variano a seconda delle caratteristiche degli *asset* trasferiti, il relativo *business plan* oltre che le condizioni e i termini economici del fondo che trasferisce gli *asset* e gli eventuali proventi di *carried interest* del team d'investimento del gestore.

(i) La durata del continuation fund

Per quanto concerne i termini operativi, non vi è la necessità di distinguere tra periodo d'investimento e disinvestimento del fondo. In effetti, la durata di un *continuation fund* è fortemente influenzata dal *business plan* degli *asset*, soprattutto se si tratta di un *single asset vehicle*. Generalmente, il ciclo di vita dell'investimento prevede una durata di circa cinque anni con la possibilità di una o più estensioni, molto spesso soggette all'approvazione del comitato investitori.

Durante tale periodo, gli eventuali investimenti aggiuntivi (*add-on*), necessari per lo sviluppo del piano industriale, potranno essere sempre effettuati richiamando la parte di *commitment* degli investitori in eccedenza rispetto al costo di trasferimento degli *asset* investiti.

Regole e clausole c.d. di salvaguardia (e.g. meccanismi di anti-diluzione) potranno essere previsti qualora si renda necessario incrementare ulteriormente gli impegni di sottoscrizione del fondo per sopravvenute necessità ovvero per nuove opportunità di sviluppo.

In alcuni casi il regolamento di gestione prevede un diritto di prelazione per gli investitori del fondo in proporzione ai propri impegni di sottoscrizione, in altri casi invece gli investitori preferiscono stabilire un limite massimo (*hard cap*) inderogabile senza la possibilità di riapertura dei termini di sottoscrizione del *continuation fund*.

(ii) Il GP Commitment

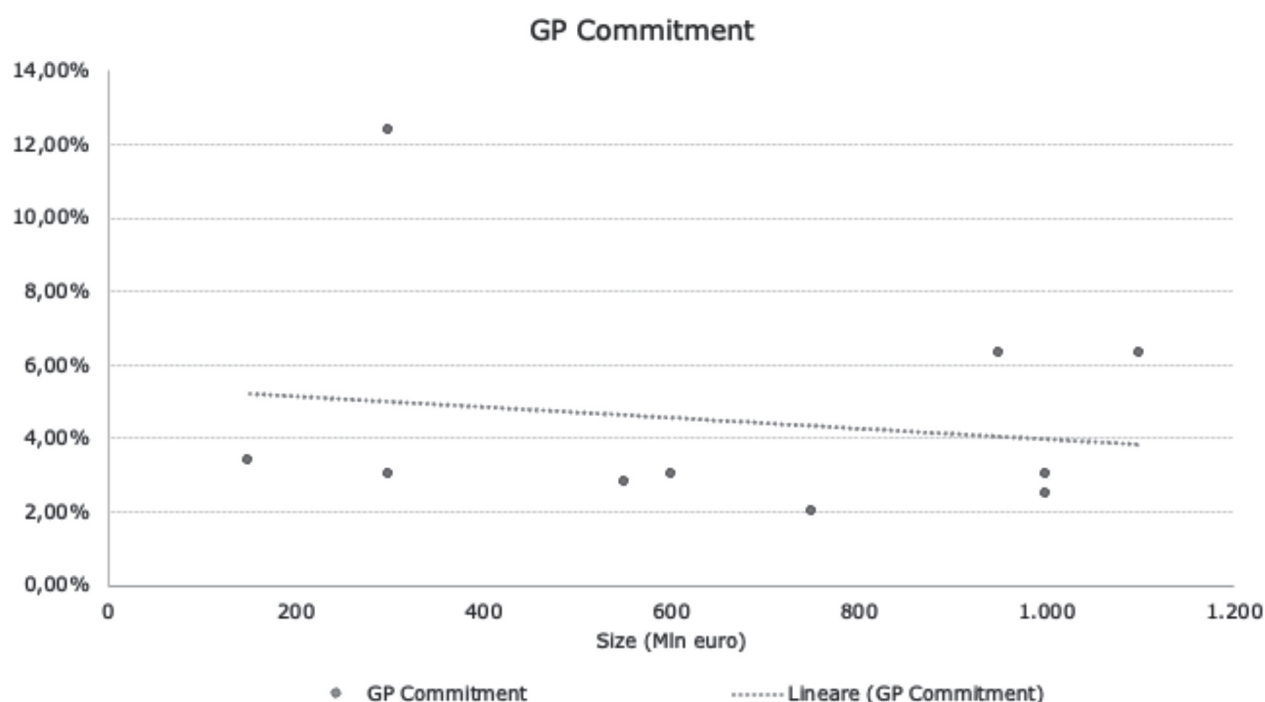
Come noto, l'investimento nel fondo richiesto al gestore e, in particolare, al team d'investimento rappresenta un elemento essenziale ai fini dell'allineamento degli interessi tra investitori e il gestore medesimo.

Nonostante gli sforzi degli analisti per stabilire quale possa essere una percentuale congrua rispetto alla dimensione del fondo (e.g. dall'1% al 3%), la valutazione della congruità dell'investimento del

team deve necessariamente basarsi su anche su elementi di carattere soggettivo (e.g. la posizione patrimoniale e finanziaria del team rispetto all'ammontare investito).

Tale conclusione è ancora più significativa nel caso dei *continuation fund* per i quali, oltre alla dimensione del fondo, assume importanza l'eventuale distribuzione di proventi di *carried interest* a seguito del trasferimento degli *asset* dal fondo cedente.

Senza pretesa di rappresentare una statistica puntuale ed affidabile, l'osservazione di 10 *continuation fund single asset* conclusi nel mercato europeo tra il 2023 e il 2024 fornisce alcune indicazioni circa la prassi di mercato.



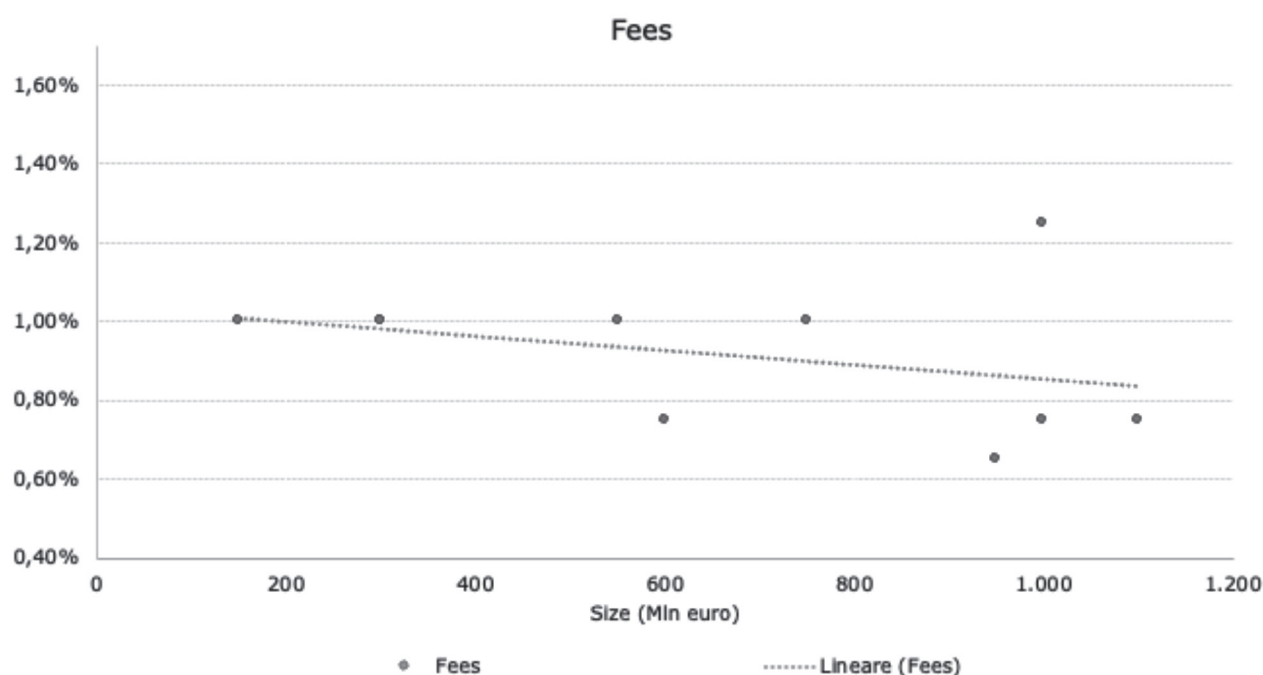
Al riguardo, nel caso di *continuation fund*, la percentuale del *GP Commitment* si attesta su livelli mediamente più alti rispetto ai fondi tradizionali tra il 3% e il 6%.

Laddove, l'operazione preveda anche il realizzo di proventi da *carried interest*, al team d'investimento verrà richiesto di reinvestire un ammontare pari ad almeno il 50% degli importi realizzati fino al completo reinvestimento dei medesimi. Tale investimento potrà essere effettuato sia in forma di nuovi versamenti che tramite *rollover* degli interessi economici preesistenti.

(iii) La commissione di gestione

Medesimo ragionamento vale per le commissioni di gestione, la cui struttura di calcolo si adatta alle peculiarità dell'investimento del *continuation fund*. In tal caso, il portafoglio del fondo è già costruito quindi la base di calcolo è rappresentata dal *net asset value* del medesimo *asset*. Come si evince dal grafico che segue, la percentuale media si attesta in modo consistente attorno al 1%.

Da notare come per il gestore, a fronte di una riduzione della percentuale di riferimento, la base di calcolo invece risulta rivalutata rispetto al valore del fondo cedente. Ne consegue che, generalmente, per il gestore l'impatto sul flusso commissionale è neutro, o addirittura positivo, nel caso di trasferimenti *single asset* con prezzo di trasferimento pari al *net asset value* corrente.



(iv) *Waterfall e Carried Interest*

Il meccanismo di distribuzione dei proventi del *continuation fund* riflette la necessità di un assoluto allineamento di interessi anche in relazione alla maggior esposizione al rischio degli investitori.

Ne consegue una struttura di *waterfall* a scaglioni in base alla quale, ad ogni livello di rendimento preferenziale (spesso accompagnato da un secondo obiettivo di rendimento, e.g. multiplo del capitale investito, Moic) corrisponde una percentuale di *carried interest* crescente.

I proventi realizzati dal fondo sarebbero allocati in base al seguente schema¹²:

- in primo luogo, a tutti gli investitori fino a concorrenza del capitale investito;
- in secondo luogo, a tutti gli investitori finché abbiamo ricevuto un importo corrispondente al primo obiettivo di rendimento (i.e. 8% e Moic > 1,25);
- in terzo luogo, a tutti i beneficiari di *carried interest* fino a un importo pari al 10% dell'ammontare versato di cui alla lettera b) e alla presente lettera c);
- in quarto luogo, il 90% a tutti gli investitori e il 10% ai beneficiari di *carried interest* finché tutti gli investitori abbiano ricevuto un importo corrispondente al secondo obiettivo di rendimento (i.e. 15% e MOIC > 1,5);
- in quinto luogo, a tutti i beneficiari di *carried interest* fino a che i medesimi beneficiari, tenendo in considerazione gli importi ricevuti ai sensi delle lettere c), d) e alla presente lettera e), abbiano ricevuto un importo pari al 15% dell'ammontare versato a tutti gli investitori in base alle precedenti lettere b) d);
- successivamente, l'85% a tutti gli investitori e il 15% agli investitori di *carried interest*.

La tabella che segue sintetizza la struttura di remunerazione del *carried interest* con riferimento al campione di osservazione di cui al precedente paragrafo 2.2.

¹² L'ipotesi prevede un *carried interest* a 2 scaglioni (cd. *full catch up*) con le seguenti aliquote 10% e 15% applicabili al superamento, rispettivamente, dei seguenti obiettivi di rendimento preferenziale e multiplo su capitale investito: primo rendimento 8% e MOIC pari ad almeno 1,25, secondo rendimento 15% e MOIC.

Dimens./ Carry	1100	1000	950	750	600	550	300	300	150
10%	8%	8%	8%		12,5%		10% 1,25x Moic	8%	8%
12,5%						8%			15% 1,5x Moic
15%			16% + 1,65x Moic	8%	15% + 1,75x Moic	15% + 1,6x Moic	15% + 1,5x Moic	15% + 1,5 Moic	
20%	14% + 1,8x Moic	15% + 1,9x Moic	18% + 2,5x Moic	16% + 1,6x Moic	20% + 2x Moic	20% + 2x Moic	20% + 2x Moic	20% + 1,8x Moic	20%
25%					25% + 2,3x Moic				

I dati raccolti consentono di fare alcune conclusioni.

- Tutte le operazioni prevedono una struttura di *carried interest* crescente in base al raggiungimento di diversi livelli di rendimento per gli investitori.
- La quasi totalità delle operazioni prevedono obiettivi di rendimento multipli che contemplano sia il calcolo del rendimento preferenziale in termini di IRR sia il raggiungimento di un multiplo del capitale investito.
- Le aliquote di *carried interest* sono generalmente inferiori rispetto all'ordinario 20% che, nella maggioranza di casi è un obiettivo raggiungibile ma solo a fronte di un rendimento preferenziale mediamente pari al 18% e un Moic di 2x.

2.3 Gestione dei Conflitti d'Interesse

L'istituzione di un *continuation fund* è, per sua natura, un'operazione in conflitto d'interessi. Il gestore, infatti, è simultaneamente cedente (per conto del fondo che trasferisce gli *asset*) e acquirente (per conto del nuovo *continuation fund*) nella medesima transazione.

Per poter affrontare in modo sistematico tale conflitto è utile partire da un'analisi degli interessi rilevanti e individuare i presidi e le procedure che consentono di superarlo nell'interesse diffuso sia degli investitori che del gestore per il quale si assume altresì un rischio reputazionale molto importante.

(i) La rete di conflitti

Dal punto di vista del gestore, l'istituzione di un *continuation fund* rappresenta quasi sempre un vantaggio economico, dal momento che il nuovo veicolo consente di prolungare (in alcuni casi anche di incrementare) il diritto alla percezione delle commissioni di gestione oltre che, spesso, offrire la possibilità di cristallizzare il valore del *carried interest* relativo agli *asset* trasferiti.

La determinazione del prezzo di cessione degli *asset* trasferiti rappresenta l'elemento più delicato dal momento che una valutazione non indipendente potrebbe avvantaggiare oppure danneggiare, a seconda dei casi, sia il *continuation fund* che gli investitori del fondo cedente. Al riguardo, la posizione del gestore è particolarmente delicata dal momento che la determinazione del prezzo ha effetti diretti

anche sul *carried interest*, la cui valorizzazione potrebbe cristallizzarsi con la cessione al *continuation fund* oppure essere posticipata al momento della realizzazione del disinvestimento da parte del medesimo fondo.

(ii) Soluzioni di mercato e regolamentari

In considerazione dei conflitti intrinseci che caratterizzano la transazione, la prassi di mercato ha sviluppato processi operativi e presidi piuttosto standardizzati che hanno la finalità di garantire equità e trasparenza nella strutturazione di un *continuation fund*.

In primis, è importante sottolineare come la legittimità del prezzo di trasferimento degli *asset*, così come quella dei termini e delle condizioni (e.g. garanzie) del contratto di cessione, è supportata dalla strutturazione da parte del gestore di un processo competitivo che porta all'individuazione di uno o più *lead investor*¹³, i quali effettuano una *due diligence* accurata, negoziano sia i termini dei documenti costitutivi del fondo che i termini essenziali del contratto di trasferimento degli *asset*. Tale processo è sostanzialmente equiparabile a quello che solitamente si sviluppa nelle operazioni di disinvestimento con terze parti.

Tra i presidi essenziali a tutela degli investitori, quello sui conflitti d'interesse assume un ruolo fondamentale anche ai fini regolamentari. La materia dei conflitti è disciplinata sia nel regolamento di gestione, sia con apposite *policy* che fanno parte delle procedure interne richieste ai soggetti vigilati.

I documenti costitutivi dei fondi prevedono l'intervento del comitato investitori¹⁴ in merito a qualsiasi operazione e/o decisione che trovi il gestore in conflitto d'interessi. Il coinvolgimento del comitato investitori non rappresenta una mera formalità ma un passaggio molto delicato da gestire con molta attenzione da parte del gestore. In particolare, è necessario valutare i tempi del suo coinvolgimento e garantire la massima trasparenza e completezza in merito alle informazioni condivise con gli investitori del fondo cedente, i quali si focalizzeranno su alcuni temi in particolare¹⁵.

Le *policy* sui conflitti d'interesse del gestore, solitamente, oltre a rimandare al parere vincolante del comitato investitori come già previsto nei regolamenti di gestione, prevedono ulteriori garanzie a tutela della determinazione del prezzo come, per esempio, la predisposizione di una *fairness opinion* redatta da un esperto indipendente oltre che la necessità di un parere da parte del membro indipendente del consiglio di amministrazione del gestore e, qualche volta nelle versioni più conservative, anche il parere del collegio sindacale.

Per quanto concerne la *fairness opinion*, oltre a essere un presidio presente di norma nelle *policy* interne, si tratta di un elemento di tutela richiesto anche dal comitato investitori per prassi di mercato ormai consolidata.

¹³ I c.d. *lead investor*, sono solitamente operatori istituzionali specializzati sul mercato secondario che hanno espresso un interesse nell'investimento e che rappresentano una parte significativa dei potenziali impegni finanziari del *continuation fund*.

¹⁴ Il comitato investitori è un organo del fondo costituito da soggetti designati dagli investitori che, pur non interferendo nella gestione degli investimenti, esprimono pareri, sia di natura vincolante che non, su argomenti specifici a tutela degli investitori quali, ad esempio, conflitti d'interessi, deroghe ai limiti di concentrazione ovvero alla durata del periodo d'investimento.

¹⁵ Di seguito una lista esemplificativa degli argomenti che solitamente sono oggetto di approfondimento da parte del comitato investitori: (i) valutazione e modello di determinazione del prezzo di cessione; (ii) termini e condizioni per gli investitori che intendono optare per il reinvestimento (cd. *rolling*) nel *continuation fund*; (iii) l'importo del *carried interest* eventualmente realizzato attraverso la cessione; e (iv) l'importo dell'investimento nel *continuation fund* da parte del team.

3. Brevi commenti sul regime fiscale della struttura del Continuation Fund

a cura di Emidio Cacciapuoti

Gli aspetti di natura fiscale relativi ad un'operazione di strutturazione di un *continuation fund* riguardano, tipicamente, tre sfere di analisi: (i) la fiscalità del fondo che cede le partecipazioni; (ii) il regime fiscale applicabile agli investitori del medesimo fondo, e in particolare, di coloro che optano per re-investire nel *continuation fund*; oltre che (iii) le eventuali conseguenze fiscali derivanti dal trasferimento delle partecipazioni per taluni *key manager* delle società oggetto di trasferimento e che sono beneficiari di piani di incentivazione di lungo periodo.

(i) Il regime fiscale del fondo cedente e dei suoi investitori

Il regime fiscale dei fondi cedenti, solitamente, non solleva particolari criticità dal momento che sia i fondi di investimenti istituiti in Italia che quelli europei possono beneficiare del regime di esenzione. I primi, pur essendo ricompresi in linea di principio tra i soggetti passivi dell'IRES di cui all'art. 73 del T.U.I.R., non scontano di fatto alcuna imposizione sui propri redditi (ivi inclusi i dividendi e i *capital gain*) in quanto espressamente esonerati dalle imposte sui redditi, ai sensi del comma 5-*quinquies* del medesimo art. 73, a condizione che l'organismo collettivo, ovvero il soggetto incaricato della sua gestione, sia sottoposto a forme di vigilanza prudenziale.

Con la pubblicazione della Legge di Bilancio 2021, il legislatore è intervenuto sul regime fiscale dei dividendi e i *capital gain* di fonte italiana realizzati da fondi di investimento alternativi istituiti in uno Stato UE/SEE garantendo l'esenzione da imposte anche per quest'ultimi. Rimangono fuori dall'applicazione di tale previsione i fondi extra UE per i quali si rende necessaria una valutazione caso per caso in base, tra l'altro, alla tipologia del veicolo utilizzato per l'investimento e la eventuale applicazione di un trattato contro le doppie imposizioni.

Gli importi distribuiti agli investitori del fondo cedente saranno assoggettati al regime fiscale ordinario, che dipenderà dalla qualifica della distribuzione nonché dalle caratteristiche dell'investitore.

Le somme ricevute che si qualificano come rimborso di capitale non sono soggette a tassazione; diversamente, qualora i proventi ricevuti dalla cessione degli *asset* al *continuation fund* si configurino come provento per l'investitore, la società di gestione sarà tenuta all'applicazione di una ritenuta alla fonte pari al 26%, fatti salvi i casi di esenzione previsti per taluni investitori italiani (e.g. fondi pensione, gli organismi di investimento collettivo) e per numerosi investitori esteri¹⁶.

¹⁶ Il regime di esenzione si applica a condizione che il beneficiario estero non abbia una stabile organizzazione in Italia a cui siano riferibili le quote e che rientri in una delle seguenti categorie:

- investitori che sono i beneficiari effettivi del reddito e residenti ai fini fiscali in Paesi White List; oppure
- investitori istituzionali stabiliti in Paesi White List.

La definizione di "investitore istituzionale" a questi fini include:

- a. entità soggette a vigilanza regolamentare nello Stato in cui sono state costituite o create; oppure
- b. entità, comprese le entità trasparenti ai fini fiscali, non soggette a vigilanza regolamentare, che hanno una competenza specifica nell'investimento in strumenti finanziari; oppure
- c. entità, comprese le entità trasparenti ai fini fiscali, non soggette a vigilanza regolamentare, costituite al fine esclusivo

La tassazione in capo agli investitori assume rilevanza anche per la struttura del *continuation fund* dal momento che l'ammontare re-investibile dagli investitori cd. *rolling* si ridurrà di un importo corrispondente alle imposte dovute. Sarà poi a scelta del gestore concedere, eventualmente, agli investitori *rolling* di incrementare il proprio *commitment* nel *continuation fund* per il medesimo importo. Tale scelta sarà valutata in base a numerosi fattori, tra cui la disponibilità del *lead investor* a ridurre il proprio investimento.

(ii) Il concetto di “cambio di controllo” nei piani di incentivazione a lungo periodo

In generale, i proventi da strumenti finanziari percepiti da persone fisiche sono considerati redditi finanziari e tassati con imposta sostitutiva del 26%. Qualora invece i medesimi siano legati a rapporti di lavoro/amministrazione¹⁷, potrebbero qualificarsi come redditi da lavoro dipendente e, quindi, soggetti a IRPEF e addizionali progressive fino al 45%.

Il comma 1 dell'articolo 60 del decreto legge n. 50 del 24 aprile 2017 prevede una presunzione legale in base alla quale i proventi derivanti da strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati (*i.e.* più che proporzionali rispetto al rendimento ordinario) si considerano redditi di capitale (ovvero redditi diversi a seconda dei casi) a prescindere dall'esistenza di eventuali accordi che condizionano il recepimento dei medesimi proventi al rapporto di lavoro dipendente o di amministrazione.

Tale presunzione è condizionata alla verifica dei seguenti requisiti:

- a. l'investimento dei manager deve comportare un esborso effettivo pari ad almeno l'1% del patrimonio netto della società emittente;
- b. i proventi da azioni con diritti patrimoniali rafforzati devono maturare successivamente al rendimento ordinario aumentato di un rendimento preferenziale;
- c. gli strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati devono essere detenuti per un periodo non inferiore a cinque anni ovvero, se precedente, fino alla data di “cambio di controllo”.

In una prospettata operazione di *continuation fund*, potrebbe assumere rilevanza l'applicazione del requisito di cui alla precedente lettera c), il c.d. *holding period*. Infatti, sempre più spesso accade che il trasferimento della partecipazione (soprattutto con riferimento a *single asset deal*) si perfezioni prima del decorso dei cinque anni dalla data di acquisizione. In tal caso, si rende necessario un approfondimento circa il concetto di “cambio di controllo” per stabilire se la cessione di una partecipazione da un fondo d'investimento ad un altro gestito dal medesimo gestore possa configurarsi quale “cambio di controllo” ai fini della presunzione legale di cui al citato articolo 60.

Al riguardo, è utile fare riferimento ad alcuni chiarimenti interpretativi forniti dall'Agenzia delle Entrate con la circolare n. 25 del 16 ottobre secondo la quale il “cambio di controllo” si considera verificato ogniquale volta si determina “un sostanziale mutamento degli assetti societari”. In tal senso anche la risposta all'interpello n. 696 del 11 ottobre 2021 che ha chiarito come il “cambio di control-

di gestire investimenti per investitori istituzionali soggetti a vigilanza regolamentare, a condizione che sia questi ultimi investitori istituzionali sia il gestore/società di gestione dell'entità siano istituiti in Paesi White List; oppure d. enti o organismi internazionali istituiti in conformità ai trattati internazionali entrati in vigore in Italia; oppure banche centrali o organizzazioni che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

¹⁷ Nel caso di piani di incentivazione a lungo periodo, i quali prevedono l'assegnazione di strumenti finanziari che garantiscono il diritto alla partecipazione agli utili societari e/o di fondi di investimento, la prassi di mercato prevede che i beneficiari, in caso di cessazione del rapporto di lavoro o di collaborazione, perdano tali diritti attraverso la cessione oppure l'annullamento degli strumenti sulla base di schemi che distinguono le varie fattispecie rilevanti (e.g. cessazione da parte del beneficiario per giusta causa o per sopravvenuta inabilità - *good leaver*-, cessazione da parte del datore di lavoro per giusta causa -*bad leaver*-).

lo” si verifichi in una “modifica sostanziale dell’assetto societario ex ante” e che lo stesso “prescinde dalla nozione civilistica” di cui all’articolo 2359 del codice civile.

Le interpretazioni dell’amministrazione finanziaria risultano coerenti con la *ratio* sottostante al requisito dell’*holding period* e, più in generale, dell’articolo 60. Tale disposizione si pone, infatti, come obiettivo principale quello di garantire un allineamento di interessi tra investitori finanziari e *manager*. Pertanto, la fattispecie del “cambio di controllo”, quale deroga all’*holding period*, trova giustificazione nella circostanza che, con la modifica della compagine societaria, viene meno l’esigenza di allineamento d’interessi dal momento che la maggioranza degli investitori finanziari avranno realizzato il proprio investimento iniziale.

È ragionevole quindi concludere che, nel caso di trasferimento di un *asset* tra due fondi d’investimento gestiti dalla medesima società di gestione, ai fini della verifica del requisito dell’*holding period*, si debba far riferimento alla compagine costitutiva dei due fondi indipendentemente dal fatto che il gestore sia il medesimo soggetto controllante ai fini civilistici. Infatti, laddove la maggioranza degli investitori del *continuation fund* differisca dagli investitori del fondo cedente si deve ritenere verificata la fattispecie del “cambio di controllo”.

4. La strutturazione del processo di vendita

a cura di Giorgio Fantacchiotti, Anna Gagliardi e Pietro Pozzati

4.1 Continuation Fund come operazione di mercato

Come anticipato nelle precedenti sezioni, negli ultimi anni la maggior parte delle operazioni di *continuation fund* sono consistite in operazioni per effetto delle quali un GP gestore di un fondo *multi-asset* ha trasferito una partecipazione in una *portfolio company* ad un fondo *single-asset* (ossia che detiene solo la partecipazione oggetto della compravendita), appositamente costituito per l'effettuazione dell'operazione, gestito dallo stesso GP.

In tali operazioni, un ruolo chiave è giocato dalla fase iniziale di individuazione di uno o più *anchor investor* che assumeranno il ruolo di investitori principali del *continuation fund*. Questi, con il loro *track record* e l'importo del loro *commitment*, saranno infatti in grado di dare credibilità all'operazione e attirare altri investitori così da raccogliere i mezzi propri necessari per l'effettuazione della stessa.

La selezione da parte del GP dell'*anchor investor* avviene generalmente tramite una vera e propria asta o comunque una sollecitazione strutturata di mercato gestita da una primaria banca d'affari, nel contesto della quale vari fondi specializzati in operazioni di c.d. secondario vengono invitati a offrire un prezzo per l'assunzione della posizione di *anchor investor* del nuovo fondo (e quindi, indirettamente, tramite il *continuation fund*, di investitore principale nella *portfolio company* di cui si tratta).

Naturalmente, uno degli elementi fondamentali che guida la selezione da parte del GP dell'*anchor investor* del *continuation fund* sarà il prezzo offerto per la *portfolio company* oggetto della compravendita.

Si tratta, dunque, generalmente, di una fase competitiva tipica dei processi di vendita gestiti da una banca d'affari, in cui viene chiesto a vari fondi di presentare le proprie offerte "*on a debt and cash free basis*" (cioè valorizzando l'*enterprise value*), prima in forma non vincolante e poi, a seguito di *due diligence*, in forma vincolante. Tra le varie offerte ricevute è poi selezionata dal GP e dalla banca d'affari incaricata l'offerta o le offerte vincenti.

Nel contempo, il GP dovrà negoziare e concordare con l'*anchor investor* i termini e le condizioni alle quali lo stesso assumerà la posizione di investitore principale all'interno del *continuation fund*, tra cui dichiarazioni e garanzie e relativi obblighi di indennizzo (si veda al proposito il successivo paragrafo 4.4).

Il prezzo che l'*anchor investor* proporrà per il suo investimento nel *continuation fund* (e quindi, indirettamente, per la partecipazione ai proventi derivanti dalla gestione e dalla successiva vendita della *portfolio company* sottostante) sarà dunque un prezzo di mercato, liberamente determinato dal fondo in questione nel contesto di un processo competitivo a cui hanno partecipato altri fondi concorrenti.

In tal modo, la preoccupazione tipica che caratterizza le operazioni di passaggio di una *portfolio company* da un fondo a un altro fondo gestito dal medesimo GP relativamente al prezzo a cui viene trasferita detta *portfolio company* (e quindi la posizione di conflitto di interessi in cui si trova per definizione il GP quale - simultaneamente - parte venditrice e parte acquirente) è in qualche modo mitigata dal fatto che detto prezzo è fissato *at arm's length* nel contesto di una operazione competitiva di mercato.

All'*anchor investor* si affiancheranno poi ulteriori investitori che apporteranno al *continuation fund* gli ulteriori mezzi necessari per completare l'acquisizione ai termini e condizioni negoziati e concordati dall'*anchor investor* con il GP. Tra tali ulteriori investitori figurano tipicamente anche *LPs* del fondo venditore, a cui il GP offre la possibilità di reinvestire nel *continuation fund* (tramite un c.d. *roll-over*) parte dei proventi loro spettanti dalla vendita della *portfolio company* oggetto di dismissione.

Inoltre, accade spesso che, lato acquirente, al *continuation fund* si aggiunga, come *follower* (e, quindi, aderendo alle condizioni negoziate per la compravendita dall'*anchor investor* per conto del *continuation fund*), un altro fondo *multi-asset* già esistente e gestito sempre dallo stesso GP. In questo caso rivivono, seppur parzialmente, le citate tematiche di conflitto di interesse con riferimento al GP che, in questo caso, agisce - simultaneamente - come parte venditrice e parte acquirente della *portfolio company* di cui si tratta. Tali tematiche, tuttavia, sono mitigate dal fatto che il prezzo a cui il GP investirà per conto del fondo *multi-asset* dallo stesso gestito sarà lo stesso negoziato e definito con l'*anchor investor* nel contesto del processo competitivo di cui sopra.

Nonostante questo, si ritiene buona prassi, per il GP, ottenere una valutazione indipendente da parte di un primario valutatore o banca d'affari relativamente alla *fairness* del prezzo di vendita concordato con l'*anchor investor*.

Ovviamente nulla vieta che ci sia più di un *anchor investor*, nel qual caso il GP e la banca d'affari che lo assiste negozieranno il prezzo e i termini e le condizioni della compravendita con ciascuno di questi, sino ad addivenire ad un unico accordo di soddisfazione di entrambi.

La "terzietà" garantita dalla presenza e dal ruolo dell'*anchor investor* rispetto alla definizione delle condizioni della compravendita può anche portare il GP ad escludere la necessità di costituire, al proprio interno, separati e distinti *team* che si occupino dell'operazione, rispettivamente, lato *seller* e lato *buyer*. Per le medesime ragioni, il GP (quale gestore del fondo venditore e quale gestore del *continuation fund* e di un eventuale ulteriore fondo *multi-asset* acquirente) potrebbe altresì orientarsi a selezionare un'unica squadra di consulenti che lo assista nelle varie fasi dell'operazione.

La valutazione dipenderà ovviamente dalle circostanze specifiche dell'operazione (inclusa la relativa complessità) nonché dalle previsioni del regolamento o del *limited partnership agreement* del fondo venditore (che, come suggerito dalle linee guida predisposte dalla *Institutional Limited Partner Association (ILPA)* "Continuation Funds, Considerations for Limited Partners and General Partners" del maggio 2023, potrebbe prevedere la facoltà per gli *LPs* di nominare un *independent counsel* che affianchi il consulente scelto dal GP).

4.2 Due Diligence e relative opzioni

Anche nelle operazioni di cessione di una *portfolio company* a favore di un *continuation fund*, la *due diligence* rappresenta una fase imprescindibile del processo.

La *due diligence* (di *business*, contabile, fiscale e legale) è infatti necessaria per consentire agli *anchor investor* e agli ulteriori investitori coinvolti nell'operazione di sviluppare un'adeguata conoscenza degli *asset* oggetto dell'operazione e dei rischi ad essi connessi.

Inoltre, lo svolgimento di una *due diligence* conforme alle migliori pratiche di mercato rappresenta uno dei principali presidi che il GP dovrà implementare al fine di garantire un processo quanto più trasparente possibile e così limitare – nella massima misura possibile – il sorgere di profili di conflitto di interessi o eventuali contestazioni da parte degli investitori del fondo cedente o degli investitori del *continuation fund*.¹⁸

¹⁸ Vedasi a tal proposito le linee guida predisposte dalla *Institutional Limited Partner Association (ILPA)* "Continuation Funds, Considerations for Limited Partners and General Partners" del maggio 2023 che recita "In conducting due dil-

La circostanza che si tratti di *asset* già noti al gestore può consentire, in taluni casi, di limitare l'ambito della *due diligence* “ad uso” degli *anchor investor* (soprattutto quella legale) a un novero di materie e tematiche maggiormente ristretto rispetto ad una tipica “*buy-side due diligence*”.

È infatti comune la predisposizione, in prima battuta, di un c.d. “*transferability report*”, che andrà a concentrarsi solo su tematiche chiave quali, a titolo esemplificativo:

- (i) la verifica del titolo giuridico sulla *portfolio company* oggetto dell'operazione;
- (ii) la verifica che l'operazione non comporti il sorgere in capo a terzi della facoltà di esercitare, ad. es., diritti di trascinato (*drag along*) o co-vendita (*tag along*) o diritti di prelazione (*pre-emptive right*) o di prima offerta (*first offer*) o di primo rifiuto (*first refusal*);
- (iii) la verifica che l'operazione non comporti il sorgere in capo a terzi della facoltà di risolvere contratti di natura strategica o comunque particolarmente rilevanti per l'operatività del gruppo della *portfolio company* in questione;
- (iv) l'esistenza e i termini di eventuali operazioni con parti correlate;
- (v) l'esistenza di finanziamenti concessi da terzi che possano essere “accelerati” a seguito del perfezionamento dell'operazione;
- (vi) la verifica di eventuali passività ancora pendenti in capo al gruppo della *portfolio company* derivanti da precedenti operazioni straordinarie (es. acquisizioni o dismissioni);
- (vii) la verifica degli impatti dell'operazione sui piani di incentivazione (MIP) eventualmente adottati dal gruppo a favore del *management*.

A tali verifiche sarà ovviamente necessario affiancare l'analisi degli eventuali consensi o autorizzazioni che sarà eventualmente necessario ottenere da autorità pubbliche in applicazione della normativa *antitrust*, *foreign direct investment* (c.d. *Golden Power* in Italia) o altra normativa settoriale, nazionale o sovranazionale, eventualmente applicabile.

La predisposizione di un siffatto *transferability report* ad uso degli *anchor investor* potrebbe però non necessariamente risultare sufficiente per altre tipologie di investitori o operatori che potrebbero essere coinvolti nell'operazione.

Infatti, alcuni investitori (per previsione dei propri regolamenti), o le banche o *credit fund* chiamati a finanziare l'operazione, o gli *underwriter* di polizze c.d. W&I (*warranties&indemnities*) da eventualmente sottoscrivere nel contesto dell'operazione stessa potrebbero richiedere lo svolgimento di una *due diligence* più ampia, volta a individuare potenziali passività del gruppo *target* non necessariamente collegate al perfezionamento dell'operazione.

In tal caso, si è visto procedere alla predisposizione (da parte dei consulenti del GP) di un “*vendor due diligence report*” strutturato come “*legal fact book*” e quindi volto a dare una rappresentazione solo fattuale, ma comunque circoscritta, di eventuali tematiche emerse dalla *due diligence* sulla *portfolio company* di cui si tratta.

In alcuni casi, si è sperimentato che anche un *vendor due diligence report* così costruito non abbia soddisfatto le aspettative delle banche o *credit fund* chiamati a finanziare l'operazione e/o degli un-

igence on the specific deal being offered to inform their election, LPs should request that GPs provide documentation, models and materials that inform the rationale behind the transaction and its structure”. In aggiunta, la stessa recita “*Additionally, many LPs are required by policy/statute to consider each continuation fund transaction as a new investment. Therefore, they are required to undergo a full investment and legal due diligence and review process, which may involve re-underwriting of the opportunity, reviewing and negotiating applicable governing documents and seeking investment committee approval. GPs should consider their relationship with LPs and understand which timing decisions will directly prevent LPs from being able to consider investing. Where possible, GPs should strive to provide more than 30 calendar days/20 business days.*”. Risulta quindi evidente come lo svolgimento di una *due diligence* secondo le migliori prassi di mercato sia imprescindibile nelle operazioni oggetto d'analisi.

derwriter di polizze W&I, con rischio di pregiudicare la fattibilità stessa dell'operazione ovvero di ridurne i ritorni o incrementarne il profilo di rischio.

In questi casi, è risultato necessario strutturare il processo di *due diligence* come una vera e propria “*buy-side due diligence*” che, oltre a rappresentare le circostanze fattuali emerse dal processo di *due diligence*, si concentri anche, con senso “critico”, sulle eventuali misure o contro-misure da adottare per risolvere o mitigare i rischi derivanti dalle criticità emerse.¹⁹

In tali ipotesi, al fine di contenere i costi e ottimizzare i tempi della *due diligence*, il GP potrebbe determinarsi a incaricare un *team ad hoc* di consulenti che si occupi di condurre la *due diligence* nell'interesse delle banche o *credit fund* chiamati a finanziare l'operazione e/o degli *underwriter* di polizze W&I, ovvero optare (per le considerazioni sopra svolte in merito alla più generale questione dell'identificazione dei consulenti dell'operazione) per affidare anche tale incarico al *deal counsel* unico incaricato dal GP di seguire tutti gli aspetti dell'operazione.

In ogni caso, sia che si tratti di un *vendor due diligence report*, sia che si tratti di un *buy-side due diligence report*, è prassi che gli *anchor investor* e gli altri investitori del *continuation fund*, e/o le banche o i *credit fund* chiamati a finanziare l'operazione, e/o gli *underwriter* di polizze W&I richiedano di poter fare *reliance* sulla *due diligence* svolta dai consulenti incaricati dal GP. Pertanto, dovranno essere concordate in anticipo le condizioni alle quali i consulenti che si sono occupati della *due diligence* siano disposti a concedere *reliance* a soggetti diversi dal loro diretto “committente” (cioè il GP), e i relativi limiti, anche monetari, della loro responsabilità.

4.3 Cenni sulla struttura contrattuale di un'operazione di Continuation Fund

In aggiunta ai documenti costitutivi del fondo, che andranno a disciplinare in modo puntuale la governance, i diritti e gli obblighi dei *limited partner* (cioè gli *LPs* o investitori del *continuation fund*), nonché i poteri e le responsabilità del GP, la struttura contrattuale tramite la quale queste operazioni vengono solitamente realizzate è generalmente costituita da:

- (i) un *transaction agreement* (o *framework agreement*) tra il fondo venditore (in persona del GP), il *continuation fund* acquirente e l'*anchor investor* risultato aggiudicatario della procedura competitiva, che andrà a regolare l'operazione nel suo complesso, ivi inclusi i termini e le condizioni della cessione della partecipazione detenuta dal fondo venditore nella società *target* al *continuation fund* nonché l'impegno dell'*anchor investor* a sottoscrivere le quote nel *continuation fund*. Per una più compiuta disamina delle peculiarità di tale accordo si rimanda al successivo paragrafo 4.4;
- (ii) uno o più separati accordi tra il *continuation fund* acquirente e, se presenti, i soci di minoranza e il *management* della società *target* (per semplicità, d'ora in avanti, i “minoranzisti”) che andranno a regolare la cessione delle loro partecipazioni e, solitamente, il loro reinvestimento nel gruppo.

Anche in questa tipologia di operazioni il reinvestimento dei minoranzisti nel capitale del gruppo è particolarmente frequente. Questo infatti rappresenta, secondo gli operatori del mercato, un elemento utile – oltre che ovviamente a incentivare l'impegno di soggetti che si assume possano contribuire attivamente allo sviluppo della *target* – anche ai fini del processo di *marketing* e *fundraising* dell'operazione.

¹⁹ Vari *broker* assicurativi attivi nel collocamento di polizze W&I, nazionali e non, hanno infatti confermato come tale impostazione possa facilitare il collocamento della polizza e aumentare il numero di *underwriter* eventualmente interessati alla sottoscrizione della polizza.

La loro scelta di mantenere “skin in the game” costituisce, infatti, un segnale positivo per i nuovi investitori, i quali percepiscono tale continuità come una prova concreta del potenziale dell'operazione.

I termini della cessione delle rispettive partecipazioni, ivi inclusi quelli economici, replicheranno sostanzialmente quelli concordati tra fondo venditore, *continuation fund* e anchor investor nel *transaction agreement*.

I minoranzisti non saranno (solitamente) coinvolti nella definizione di tale accordo né, tanto meno, chiamati a diventarne parte. Includerli, infatti, potrebbe stimolare una loro partecipazione “attiva” alle negoziazioni che rischierebbe, in termini di processo, di rallentare la definizione dei termini e delle condizioni da concordarsi tra il GP per conto del fondo venditore e l'anchor investor (i quali, essendo entrambi investitori professionali, sono di regola particolarmente rapidi nella negoziazione).

Inoltre, qualora i minoranzisti richiedessero condizioni difformi rispetto a quelle concordate tra il GP per conto del fondo venditore e l'anchor investor, potrebbero sorgere dubbi circa l'“imparzialità” del GP nella negoziazione dei termini dell'operazione e rendere più complessa la valutazione della “fairness” dell'operazione.

Per quanto concerne i termini dell'eventuale reinvestimento dei minoranzisti, questi ultimi avranno ovviamente un ruolo attivo nella loro negoziazione. Tuttavia, in ragione delle esigenze di trasparenza e di fairness già richiamate, sarà in ogni caso necessario garantire piena *disclosure* dei relativi termini all'anchor investor (ed eventualmente, una volta costituito, al Limited Partner Advisory Committee – LPAC – del *continuation fund*), mantenendolo periodicamente aggiornato sugli sviluppi della negoziazione.

A tal proposito, gli anchor investor spesso richiedono che un riassunto dei principali termini concordati con i minoranzisti sia allegato al *transaction agreement* e che, nel periodo intercorrente tra il *signing* dei documenti regolanti l'operazione e il *closing* della stessa, non possano essere concordate modifiche a tali termini senza il consenso dell'anchor investor.

In termini di processo, i minoranzisti vengono coinvolti (quanto meno ai fini di un preliminare *sounding* del loro interesse per l'operazione) già dalle fasi preliminari, e gli accordi con essi (soprattutto per quanto concerne gli aspetti relativi al loro reinvestimento, sui quali come detto hanno maggior voce) vengono solitamente negoziati parallelamente allo svolgimento della procedura competitiva e alla negoziazione del *transaction agreement*, così da poter esser sottoscritti contestualmente a quest'ultimo.

4.4 Cenni sulla struttura e i contenuti tipici di un *transaction agreement*

Come anticipato, il *transaction agreement* rappresenta, di norma, l'accordo quadro che andrà a regolare l'operazione nel suo complesso. In esso vengono definiti, tra l'altro, i termini e le condizioni della vendita a favore del *continuation fund*, l'impegno dell'*anchor investor* a sottoscrivere le quote di quest'ultimo (fornendo una parte significativa delle risorse necessarie per l'acquisto della società *target*), nonché le attività da porre in essere per dare concreta esecuzione all'operazione.

Per quanto riguarda i termini e le condizioni della cessione, questi risultano di norma coerenti con le prassi tipiche del mercato secondario (ossia il mercato della vendita di *portfolio company* da un fondo esistente a un altro fondo esistente).

Pertanto, il prezzo d'acquisto viene solitamente determinato su base *c.d. locked box* (cioè, senza aggiustamento prezzo basato sulla posizione finanziaria netta della *target* al *closing*) e sarà oggetto di aggiustamento solamente laddove, nel periodo intercorrente dalla data di riferimento del bilancio o della situazione infra-annuale sulla base del quale è stato determinato il prezzo d'acquisto al *closing*, si verifichino dei *c.d. leakage*, quali ad esempio dividendi o distribuzioni a favore dei soci o di loro parti correlate o pagamenti di *bonus* straordinari al *management*.

Per quanto concerne le dichiarazioni e garanzie solitamente rese dalla parte venditrice, il mercato c.d. secondario è stato caratterizzato, ormai da molti anni, da un trasferimento dei rischi tipici di una operazione di acquisizione dal venditore al mercato assicurativo.

Infatti, il modello tipico di contratto di acquisizione di partecipazioni azionarie (SPA) da parte di un fondo da un imprenditore o una società privata non quotata su un mercato regolamentato prevedeva che il venditore fornisse all'acquirente un *set* sostanzialmente completo di dichiarazione e garanzie e relativi obblighi di indennizzo, suddivise in:

- (i) c.d. *legal o fundamental warranties*, ovvero, in sintesi, il possesso da parte del venditore di un valido titolo sugli strumenti finanziari oggetto di compravendita e l'assenza di gravami sugli stessi, il possesso da parte del venditore del diritto di vendere detti strumenti finanziari e l'assenza di conflitti, obblighi o vincoli che rendano irrealizzabile tale compravendita; e
- (ii) c.d. *business warranties*, ovvero dichiarazioni e garanzie relative al *business* condotto dalla *target* oggetto di compravendita e dal suo gruppo, quali, in sintesi, la correttezza dei bilanci, l'assenza di clausole di cambio di controllo o vessatorie nei principali contratti commerciali o di finanziamento, la titolarità dei principali beni (materiali e immateriali) aziendali, l'assenza di contenziosi significativi, il valido e regolare rapporto con i dipendenti e i collaboratori del gruppo, il tempestivo e completo pagamento di tasse e contributi e, in generale, la conformità alla legge del *business* condotto dal gruppo.

Nel mercato c.d. secondario si è assistito, ormai da molti anni, a un fenomeno secondo cui il fondo venditore fornisce al fondo acquirente solamente le c.d. *legal o fundamental warranties*, mentre le c.d. *business warranties* vengono fornite dal fondo venditore o dal *management* della *portfolio company* solamente ai fini della stipulazione, da parte del fondo acquirente, a sue spese, di una polizza assicurativa c.d. W&I (*warranties&indemnities*) emessa da un assicuratore specializzato in questo tipo di prodotti assicurativi.

La particolarità di questa struttura è che la responsabilità del fondo venditore (o del *management* della *portfolio company*) riveniente dalla violazione delle dichiarazioni e garanzie fornite al fondo acquirente è limitata a 1 Euro (o a un importo comunque molto limitato), salvo il solo caso di dolo del soggetto che ha fornito le dichiarazioni e garanzie, e che l'unico rimedio del fondo acquirente in caso di violazione di dette dichiarazioni e garanzie è l'attivazione della polizza W&I, nei limiti (come massimale assicurato, franchigia e altri termini) concordati tra il fondo acquirente e la compagnia di assicurazione.

Questo tipo di struttura, che è stata utilizzata per moltissimi anni nel mercato secondario, trova ora applicazione anche alle operazioni di *continuation fund*.

Si noti però che tale impostazione, in questa tipologia di operazioni, non rappresenta l'unica possibilità. Infatti, nell'esperienza recente, si è assistito alla tendenza, da parte degli *anchor investor* di un *continuation fund*, a negoziare con il GP (nel suo ruolo di venditore della *portfolio company*), in aggiunta alle c.d. *legal o fundamental warranties*, un *set* comunque corposo di *business warranties*, rispetto alle quali il GP (per conto del fondo venditore) assume i relativi obblighi di indennizzo, con le esclusioni e limitazioni tipiche del mercato dell'M&A, e quindi con limitazioni temporali e quantitative, quali un *de minimis*, un *basket* (o franchigia) e un *cap* (o importo massimo dell'indennizzo).

La negoziazione di questo *set* di c.d. *business warranties* viene svolta direttamente tra il GP (e i suoi consulenti) e l'*anchor investor* risultato vincitore del processo competitivo (e i suoi consulenti) e ha ad oggetto un pacchetto di dichiarazioni e garanzie che, seppur più limitate rispetto a un *set standard*, mirano a coprire i principali rischi rispetto ai quali l'*anchor investor* ritiene di voler tutelarsi, anche ad esito degli esiti della *due diligence*.

Tali dichiarazioni e garanzie, nella nostra esperienza, sono generalmente relative a:

- (i) la correttezza dei bilanci della *portfolio company*;
- (ii) l'assenza di contenzioso significativo;
- (iii) il tempestivo e completo pagamento di tasse e contributi;
- (iv) la conformità del *business* alla legge applicabile (soprattutto in merito a tematiche di corruzione, generalmente particolarmente rilevanti per fondi di matrice anglo-sassone);
- (v) il mancato verificarsi di eventi di *default* ai sensi dei contratti di finanziamento esistenti.

Ovviamente, rispetto a tali dichiarazioni e garanzie, il GP potrà identificare eccezioni dandone evidenza in una *disclosure letter* secondo la normale prassi di mercato.

Inoltre, come di consueto nelle operazioni di c.d. *secondario*, tali dichiarazioni e garanzie possono (in tutto o in parte) essere qualificate dalla c.d. “*seller's knowledge*”. Con tale espressione si intende, di regola, la conoscenza (attuale o presunta) dei membri *senior* dell'*investment team* del fondo che segue l'investimento, tipicamente previa verifica con il CEO, il CFO e, se del caso, con altri membri del *senior management* della società. Anche in questa tipologia di transazioni è oggetto di intensa negoziazione la delimitazione della *seller's knowledge* alla sola conoscenza effettiva dei soggetti sopra citati, ovvero la sua estensione alla c.d. *constructive knowledge*, ossia alla conoscenza che tali soggetti avrebbero avuto se avessero svolto i propri compiti con l'ordinaria diligenza.

Una peculiarità di queste operazioni è rappresentata dal fatto che, solitamente, il *continuation fund* si impegna a informare tempestivamente l'*anchor investor* del verificarsi di circostanze che potrebbero legittimarlo ad avanzare una richiesta di indennizzo nei confronti del fondo venditore ai sensi del *transaction agreement*.

L'individuazione delle modalità di gestione di tali *claim*, che inevitabilmente creano un profilo di conflitto di interessi tra il fondo venditore e il *continuation fund* acquirente, è lasciata alla negoziazione tra *anchor investor* e GP. Tuttavia, proprio alla luce delle difficoltà che il GP - agendo quale gestore sia del fondo acquirente che del fondo venditore - riscontrerebbe nel gestire “equamente” tali situazioni, in talune operazioni gli *anchor investor* hanno chiesto e ottenuto che la gestione attiva di tali *claim* spetti a loro (o a loro rappresentanti), con un impegno in capo al *continuation fund* a conformarsi alle decisioni assunte in merito dall'*anchor investor*.

Infine, altra tematica oggetto di negoziazione tra GP e *anchor investor* è l'allocazione dei c.d. *transaction costs* tra la parte acquirente e quella venditrice. La ripartizione può essere variamente concordata dalle parti e non vi è una soluzione necessariamente corretta.

Tuttavia, sempre considerati i profili di conflitto di interesse che tali operazioni sollevano, le già citate *guidelines* pubblicate dall'ILPA consigliano di assicurare, per quanto possibile, massima *disclosure* (soprattutto nei confronti degli LPs del fondo venditore) dell'allocazione proposta, al fine di mitigare il rischio di contestazioni in proposito²⁰.

²⁰ Tali guidelines citano infatti “*The allocation methodology for transaction fees and expenses between the acquirer, selling LPs, rolling LPs and the GP should be clearly disclosed to all LPs and allocated according to which parties benefit from the transaction. In cases where the GP clearly benefits from either additional fee revenue or through a stapled commitment, the GP should share a portion of transaction costs.*

Costs associated with the formation of the new vehicle should be borne by the rolling LPs and the acquirer. It is recommended that transaction-related expenses allocable to either the acquirer or to the LPs rolling their interests into the new entity be capped, or subject to monitoring by the LPAC to ensure reasonableness. Selling LPs should bear their proportionate share of sale transaction costs.

If the transaction does not progress, the allocation of broken deal fees and expenses should conform to the relevant provisions within the LPA. In cases where the transaction does not ultimately proceed, costs incurred by the GP to solicit offers after the LPAC has approved a process should be considered a fund expense.

Any management fees charged to LPs participating in the new entity should be proportionate to the operational requirements of managing those specific transacted assets”.

I Numeri precedenti

- Quaderno n. 1/2004 – Il private equity come motore di sviluppo
- Quaderno n. 2/2004 – Le metodologie di valutazione della performance nell'attività di private equity e venture capital
- Quaderno n. 3/2004 – Manifesto per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech
- Quaderno n. 4/2005 – I fondi mobiliari chiusi di diritto italiano: profili normativi e di mercato alla luce del Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005
- Quaderno n. 5/2005 – La nuova disciplina dei patti parasociali nel private equity
- Quaderno n. 6/2005 – La tassazione dei proventi dei fondi mobiliari chiusi e le possibili strutture per investitori non residenti
- Quaderno n. 7/2005 – Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali
- Quaderno n. 8/2006 – L'impatto della disciplina dei gruppi sul private equity
- Quaderno n. 9/2006 – Caratteristiche e sviluppo del mercato italiano del private equity e venture capital
- Quaderno n. 10/2006 – La contabilizzazione dell'avviamento nelle aggregazioni aziendali: il principio IFRS 3
- Quaderno n. 11/2006 – I fondi di fondi pubblico-privati per la creazione di nuove imprese tecnologiche
- Quaderno n. 12/2007 – Private equity e medie imprese italiane
- Quaderno n. 13/2007 – La riforma fallimentare in Italia
- Quaderno n. 14/2007 – Il ruolo del private equity nella trasformazione dell'impresa
- Quaderno n. 15/2007 – Private equity e private banking
- Quaderno n. 16/2007 – Fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture
- Quaderno n. 17/2008 – Il secondary private equity
- Quaderno n. 18/2008 – Problematiche di benchmarking per il settore del private equity
- Quaderno n. 19/2008 – L'impatto della Direttiva MiFID sull'attività di private equity
- Quaderno n. 20/2009 – Il portafoglio italiano del private equity. Analisi e considerazioni
- Quaderno n. 21/2009 – Profili di compliance nelle operazioni di Private Equity
- Quaderno n. 22/2009 – Metodi di valutazione e clausole anti-diluizione nel Private Equity e nel Venture Capital
- Quaderno n. 23/2009 – Private equity & green economy
- Quaderno n. 24/2010 – Gli statuti delle portfolio companies dopo la riforma del diritto societario
- Quaderno n. 25/2010 – Conferimenti, assistenza finanziaria e acquisto di azioni proprie: nuove prospettive per le acquisizioni
- Quaderno n. 26/2010 – Private equity e responsabilità sociale d'impresa
- Quaderno n. 27/2010 – Il Term Sheet nelle operazioni di Venture Capital
- Quaderno n. 28/2011 – Private equity ed economia italiana
- Quaderno n. 29/2011 – L'impatto della normativa antiriciclaggio sulle società di private equity
- Quaderno n. 30/2011 – La responsabilità degli Amministratori non esecutivi e i meccanismi di protezione nelle operazioni di private equity
- Quaderno n. 31/2012 – Il Private Equity nel nuovo assetto dell'economia italiana
- Quaderno n. 32/2012 – Le operazioni di ristrutturazione del debito nell'attuale contesto normativo e di mercato
- Quaderno n. 33/2013 – Il ruolo dei fondi pan europei nel mercato italiano del private equity
- Quaderno n. 34/2013 – La performance dei fondi di private equity: aspetti valutativi, contabili e fiscali
- Quaderno n. 35/2014 – Inquadramento del regime fiscale dei fondi di private equity e venture capital
- Quaderno n. 36/2014 – Il mercato secondario del private equity
- Quaderno n. 37/2015 – L'impatto della direttiva AIFM sui gestori dei fondi di private equity e venture capital in Italia
- Quaderno n. 38/2015 – La gestione straordinaria delle situazioni di crisi d'impresa
- Quaderno n. 39/2016 – Il fundraising nel private equity. Terms and Conditions
- Quaderno n. 40/2016 – Trent'anni di finanza alternativa
- Quaderno n. 41/2017 – La regolamentazione dei rapporti tra investitori istituzionali e imprenditori negli statuti delle società per azioni
- Quaderno n. 42/2017 – Gli investimenti dei fondi di private equity internazionali e il ruolo dell'Italia
- Quaderno n. 43/2018 – Il Corporate Venture Capital in Italia
- Quaderno n. 44/2019 – Private capital e sostenibilità
- Quaderno n. 45/2019 – Consiglieri indipendenti nelle portfolio companies dei fondi di private equity
- Quaderno n. 46/2020 – Le operazioni di leveraged buy out Profili civilistici e fiscali
- Quaderno n. 47/2020 – La SICAF: veicolo di investimento
- Quaderno n. 48/2021 – L'evoluzione del mercato secondario del private equity
- Quaderno n. 49/2021 – Modelli di intervento del Private Capital per il rilancio delle imprese
- Quaderno n. 50/2021 – L'asset class infrastrutturale e i fondi specializzati in Europa
- Quaderno n. 51/2021 – Brevetti, Know-how e altri diritti di proprietà intellettuale
- Quaderno n. 52/2022 – Le strategie di add-on nel private equity
- Quaderno n. 53/2023 – L'attribuzione della creazione di valore nel private equity
- Quaderno n. 54/2023 – Technology Transfer: dalla ricerca al mercato
- Quaderno n. 55/2023 – L'attività degli operatori di private equity domestici dal 2000 a oggi
- Quaderno n. 56/2024 – Intelligenza artificiale: scienza del fare impresa e finanza
- Quaderno n. 57/2024 – Il nuovo Codice della Crisi di Impresa
- Quaderno n. 58/2025 – Space Economy: opportunità e prospettive per i capitali privati

AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel private equity e nel venture capital.

L'Associazione rappresenta fondi e società che operano attraverso il capitale di rischio e strumenti di debito alternativi, investendo in aziende con l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate. Scopo finale dell'investimento è realizzare un piano di sviluppo delle aziende partecipate.

Poste Italiane S.p.A. – Spedizione in Abbonamento Postale – D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB
ISSN 1824-4734

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt
Via Pietro Mascagni, 7 – 20122 Milano
Tel. +39 02 7607531 – Fax +39 02 76398044
E-mail: quaderni@aifi.it – Web: www.aifi.it

