Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio

2026

40 AIFI

1986·2026 ITALIAN PRIVATE CAPITAL

Le operazioni di Management Buy-In: capitale umano e finanziario per la crescita

di

Cristina Cengia, Roberta Dimaggio, Valerio Forestieri, Andrea Foti, Filippo Guicciardi, Riccardo Lonardi, Andrea Monticelli, Eugenio Morpurgo, Francesco Junior Nobili, Bruno Pastore, Anne-Alice Pinson Ferraris, Samuele Spalletti, Jacopo Strizzolo, Guido Testa, Giulio Tombesi, Sabrina Tronci, Vittorio Villa, Matteo Zenari

61

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

Le operazioni di Management Buy-In: capitale umano e finanziario per la crescita

di

Cristina Cengia, Roberta Dimaggio, Valerio Forestieri, Andrea Foti, Filippo Guicciardi, Riccardo Lonardi, Andrea Monticelli, Eugenio Morpurgo, Francesco Junior Nobili, Bruno Pastore, Anne-Alice Pinson Ferraris, Samuele Spalletti, Jacopo Strizzolo, Guido Testa, Giulio Tombesi, Sabrina Tronci, Vittorio Villa, Matteo Zenari

61

Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio

Periodico di AIFI
Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

Numero 61 – Anno 2026

Autorizzazione del Tribunale di Milano n. 794 del 23 dicembre 2003
ISSN 1824-4734
ISBN 978-88-238-6344-6

Direttore Responsabile	Anna Gervasoni
Comitato Scientifico	Innocenzo Cipolletta (Presidente) Gabriele Barbaresco Mario Benassi Giampio Bracchi Fabio Buttignon Lorenzo Caprio Maurizio Dallocchio Gian Maria Gros-Pietro Donato Masciandaro Elita Schillaci
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. Tutti i diritti sono riservati, compresi la traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione, la comunicazione al pubblico e la messa a disposizione con qualsiasi mezzo e/o su qualunque supporto (ivi compresi i microfilm, i film, le fotocopie, i supporti elettronici o digitali), nonché la memorizzazione elettronica e qualsiasi sistema di immagazzinamento e recupero di informazioni. Nessuna parte di questo libro può essere utilizzata o riprodotta in alcun modo allo scopo di addestrare tecnologie o sistemi di intelligenza artificiale. Quest'opera è tutelata dal text e data mining (articolo 4, paragrafo 3, della direttiva (UE) 2019/790). Per altre informazioni o richieste di riproduzione si veda il sito www.egeaeditore.it.
Finito di stampare nel mese di ottobre 2026

Questo numero è stato chiuso in redazione il 26 ottobre 2026

Gli Autori

Cristina Cengia è equity partner di PwC. Con oltre 25 anni di esperienza, assiste fondi di investimento e società in operazioni di private equity e M&A, sia sul mercato domestico che cross-border. Assiste inoltre società sui mercati dei capitali in fase di quotazione e post-quotazione, anche nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria, con particolare competenza sui temi di corporate governance. Classificata in Chambers & Partners Europe 2026 (Corporate/M&A, Mid-Market – Italia) per il quinto anno consecutivo, si è laureata a pieni voti in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Milano ed è iscritta all'Albo degli Avvocati di Milano. È membro del Supervisory Board di PwC.

Cristina Cengia *is an equity partner at PwC. With over 25 years of experience, she advises investment funds and companies on private equity and M&A transactions, both domestically and cross-border. She also assists companies in the capital markets during IPO and post-listing phases, including in connection with extraordinary finance transactions, with particular expertise in corporate governance matters. Ranked in Chambers & Partners Europe 2026 (Corporate/M&A, Mid-Market – Italy) for the fifth consecutive year, she holds a law degree (summa cum laude) from the University of Milan and is a member of the Milan Bar Association. She is a member of PwC's Supervisory Board.*

Roberta Dimaggio è Managing Associate dell'ufficio di Milano di Orrick e member del team di M&A e Private Equity. La sua attività è prevalentemente incentrata su operazioni di M&A e private equity, nonché su tematiche di diritto societario. Assiste clienti italiani e internazionali in relazione a operazioni di fusione e acquisizione, anche cross-border, e fornisce consulenza in materia di corporate governance e diritto commerciale.

Roberta Dimaggio *is a Managing Associate in Orrick's Milan office and a member of the firm's M&A and Private Equity Group. She focuses her practice on M&A and private equity transactions, as well as on corporate matters. She advises clients on national and cross-border mergers and acquisitions, corporate governance, and commercial law issues.*

Valerio Forestieri è avvocato, senior associate dello Studio legale Legance – Avvocati Associati, e si occupa principalmente di fiscalità dei fondi di investimento e delle operazioni straordinarie (M&A) in ambito Private Equity e Venture Capital. Le sue altre aree di esperienza comprendono la fiscalità finanziaria e degli strumenti finanziari, la fiscalità immobiliare e dei fondi immobiliari, e la fiscalità internazionale. È autore di pubblicazioni in riviste specializzate e svolge attività di docenza nell'ambito di master universitari in materia di diritto tributario.

Valerio Forestieri *is a lawyer and senior associate at Legance – Avvocati Associati, mainly focusing on the taxation of investment funds and M&A transactions in Private Equity and Venture Capital sectors. His other areas of expertise include financial taxation and taxation of financial instruments, real estate taxation and tax regime of real estate investment funds, as well as international taxation.*

He is the author of several publications in specialist journals and lectures on postgraduate master's courses in tax law.

Andrea Foti è Chief Commercial Officer EMEA di Aon M&A and Transaction Solutions, dove guida le iniziative di crescita e supporta sponsor finanziari e imprese nell'utilizzo di soluzioni di trasferimento del rischio per operazioni di M&A. In precedenza, ha ricoperto ruoli nell'investment banking presso Citigroup, JP Morgan, EY e Vitale, ed è stato socio fondatore di Eidos Partners. È laureato in Economia presso la LUISS Guido Carli di Roma.

Andrea Foti *is EMEA Chief Commercial Officer for Aon's M&A and Transaction Solutions business, advising financial sponsors and corporates on risk transfer solutions for M&A transactions. Previously an investment banker at Citigroup, JP Morgan, EY, Vitale and founding partner of Eidos Partners, he holds a Business degree from LUISS Guido Carli University.*

Filippo Guicciardi è Amministratore Delegato di EQUITA Mid Cap Advisory, che ha fondato nel 1999 con il nome "K Finance". È inoltre partner fondatore e Board Member di Clairfield International. Ha una consolidata esperienza in M&A, Corporate Finance e Private Equity, con focus sui settori industriali, business services e consumer goods e sulle operazioni cross-border. Dal 2024 è Presidente della Commissione M&A di AIFI.

Filippo Guicciardi *is CEO of EQUITA Mid Cap Advisory, which he founded in 1999 under the name "K Finance". He is also a founding partner and Board Member of Clairfield International. He has solid experience in M&A, Corporate Finance and Private Equity, with a focus on industrials, business services and consumer goods, as well as cross-border transactions. Since 2024, he is the President of the M&A Committee of AIFI.*

Riccardo Lonardi ricopre il ruolo di director presso PwC Legal. Vanta oltre 14 anni di esperienza in operazioni di M&A, private equity e venture capital. Riccardo fornisce assistenza legale in operazioni buy-side e sell-side, coordinando team multidisciplinari sia in ambito domestico che internazionale. Ha maturato una forte specializzazione nell'assistenza a start-up e operatori di venture capital in round di investimento. Ha conseguito la laurea in Giurisprudenza presso l'Università Bocconi di Milano e ha completato percorsi di specializzazione in diritto societario e M&A presso l'Università degli Studi di Milano e in negoziazione presso la Harvard Business School, online. È iscritto all'Albo degli Avvocati di Milano.

Riccardo Lonardi *is a director at PwC Legal. He has over 14 years of experience in M&A, private equity, and venture capital transactions. Riccardo advises clients on both buy-side and sell-side transactions, coordinating multidisciplinary teams on domestic and cross-border deals. He has developed significant expertise in assisting start-ups and venture capital investors in investment rounds. He holds a law degree from Bocconi University in Milan and completed postgraduate specialization programs in corporate law and M&A at the University of Milan, as well as in negotiation through Harvard Business School (online). He is a member of the Milan Bar Association.*

Andrea Monticelli è responsabile della practice Private Equity and M&A di Marsh per l'Italia. Fornisce consulenza ai clienti in materia di fusioni, acquisizioni, dismissioni e finanziamento di asset, oltre a strutturare e collocare sul mercato prodotti assicurativi per rischi transazionali, nonché ad offrire servizi di due diligence e analisi del rischio. Prima di ricoprire questo ruolo ha lavorato nella divisione commerciale di una primaria società di investimento inglese. Andrea ha un MSc in Finanza ed è CFA Charterholder®.

Andrea Monticelli *leads the Private Equity and M&A practice at Marsh for Italy. He advises clients on mergers, acquisitions, divestitures, and asset financing, while structuring and placing insurance products for transactional risks in the market. He also provides due diligence and risk analysis services. Prior to this role, he worked in the commercial division of a leading English investment firm. Andrea holds an MSc in Finance and is a CFA Charterholder®.*

Eugenio Morpurgo, con oltre quarant'anni di esperienza nel campo dell'investment banking, è socio fondatore e AD di Fineurop Soditic S.p.A., banca d'affari indipendente posizionata tra gli operatori leader in Italia, specializzata in servizi di M&A e di debt advisory per aziende familiari, multinazionali e fondi di private equity. È membro del Consiglio Generale e Vicepresidente della Commissione M&A di AIFI, e Docente di Investment Banking all'Università Bocconi.

Eugenio Morpurgo*, with over forty years of experience in investment banking, is founding partner and CEO of Fineurop Soditic S.p.A., an independent corporate finance firm ranked among the leading players in Italy, specialising in M&A and debt advisory services for family-owned businesses, multinational companies, and private equity funds. He is a member of the General Board and Deputy President of the M&A Commission of AIFI, and a Professor in Investment Banking at Bocconi University.*

Francesco Junior Nobili coordina la divisione Tax and Transactional Risk Insurance del team Private Equity and M&A di Marsh per l'Italia. Assiste fondi di private equity e altri clienti finanziari e aziendali nella strutturazione e nel collocamento di polizze Warranty & Indemnity e Contingent risk, con particolare riferimento alle tematiche fiscali. In precedenza, ha maturato oltre dieci anni di esperienza presso primari studi tributari italiani e internazionali.

Francesco Junior Nobili *oversees the Tax and Transactional Risk Insurance division within the Private Equity and M&A team of Marsh for Italy. He advises private equity funds and other financial and corporate clients in structuring and placing Warranty & Indemnity and Contingent Risk insurance policies, with a particular focus on tax matters. Prior to joining the insurance sector, he gained over ten years of experience at leading Italian and international tax firms.*

Bruno Pastore è Senior Partner di Villa & Partners Human Capital Solutions, con una consolidata esperienza nell'Executive Search nazionale e internazionale. Ha ricoperto ruoli di Partner in Amrop e ASA/Amrop e di Country Manager Italia in Pedersen & Partners, con focus su Private Equity e Life Science & Healthcare. In precedenza ha maturato esperienza manageriale in importanti società IT, tra cui IBM, e nel Private Equity presso 3i Europe, focalizzandosi su operazioni di MBO e MBI. È laureato con lode in Ingegneria Meccanica e ha conseguito un Executive Master in Corporate Finance presso SDA Bocconi.

Bruno Pastore *is Senior Partner at Villa & Partners Human Capital Solutions, with extensive experience in national and international Executive Search. He has held Partner positions at Amrop and ASA/Amrop and served as Country Manager Italy at Pedersen & Partners, focusing on Private Equity and Life Science & Healthcare. Previously, he held management roles in major IT companies, including IBM, and worked in Private Equity at 3i Europe, focusing on MBO and MBI transactions. He holds a first-class honors degree in Mechanical Engineering and an Executive Master's in Corporate Finance from SDA Bocconi.*

Anne-Alice Pinson Ferraris è Senior Broker nel team EMEA Tax Insurance di Aon, con sede a Milano. Assiste fondi di private equity, investitori finanziari e clienti corporate nella strutturazione e nel

collocamento di polizze Tax Insurance e altre soluzioni assicurative per rischi fiscali e transazionali. Prima di entrare in Aon, ha maturato esperienza presso Deloitte Studio Tributario e Societario e successivamente nel dipartimento Legal & Compliance di Intrum Italia. È avvocato abilitato e si occupa di fiscalità nazionale e internazionale, operazioni di M&A e strutturazione di operazioni complesse in ambito domestico e cross-border.

Anne-Alice Pinson Ferraris *is a Senior Broker within Aon's EMEA Tax Insurance team, based in Milan. She advises private equity funds, financial investors and corporate clients on the structuring and placement of Tax Insurance and other transactional risk insurance solutions. Prior to joining Aon, she gained experience at Deloitte Studio Tributario e Societario and later within the Legal & Compliance department of Intrum Italy. She is a qualified Italian lawyer with experience in domestic and international tax matters, M&A transactions and the structuring of complex domestic and cross-border transactions.*

Samuele Spalletti ricopre il ruolo di manager presso PwC Legal dal 2024, dopo un'esperienza quinquennale presso lo studio legale Gattai Minoli & Partners (oggi Pedersoli Gattai) e precedenti esperienze in studi legali boutique. Le sue principali aree di competenza sono il diritto societario e il diritto sportivo. Ha conseguito la laurea in Giurisprudenza con lode presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma. È iscritto all'Albo degli Avvocati di Milano ed è un agente sportivo dei calciatori munito di licenza FIFA.

Samuele Spalletti *has been a manager at PwC Legal since 2024, following his five-year experience in Gattai Minoli & Partners law firm (now Pedersoli Gattai) and previous experiences in boutique law firms. His main areas of expertise are corporate and sports law. He holds a law degree (summa cum laude) from LUISS Guido Carli University in Rome. He is a member of the Milan Bar Association and a football agent licensed by FIFA.*

Jacopo Strizzolo è Equity Partner di KPMG Advisory e si occupa di Strategy, Integration & Separation. Con oltre vent'anni di esperienza, assiste fondi di private equity e gruppi industriali italiani e internazionali nella definizione ed esecuzione di programmi di integrazione, carve-out e creazione di valore abilitati dall'Intelligenza Artificiale. È stato docente della KPMG Academy, della LUISS Business School e della LIUC Business School.

Jacopo Strizzolo *is an Equity Partner at KPMG Advisory, specializing in Strategy, Integration & Separation. With over twenty years of experience, he advises private equity funds and leading Italian and international industrial groups on the design and execution of integration, carve-out and value creation programs, also enabled by Artificial Intelligence. He has served as a lecturer at the KPMG Academy, LUISS Business School and LIUC Business School.*

Guido Testa è partner dell'ufficio di Milano di Orrick e senior member del team M&A e Private Equity. Assiste clienti italiani e internazionali in complesse operazioni di M&A, private equity e joint venture, con particolare focus sui settori industriale e healthcare. Guido è riconosciuto come Leading Partner in Private Equity da Legal 500 ed è incluso nei ranking di Chambers Europe per Private Equity e Corporate/M&A: Mid-Market.

Guido Testa *is a partner in Orrick's Milan office and a senior member of the M&A and Private Equity Group. He advises Italian and international clients on complex M&A, private equity and joint venture transactions, with a particular focus on the industrial and healthcare sectors. Guido is rec-*

ognized as a Leading Partner in Private Equity by Legal 500 and is ranked by Chambers Europe for Private Equity and Corporate/M&A: Mid-Market.

Giulio Tombesi è Partner di Tremonti Partners, dove si occupa prevalentemente di fiscalità internazionale e delle operazioni straordinarie. Assiste primari investitori internazionali, fondi di private equity e fondi immobiliari nella strutturazione delle operazioni di investimento e disinvestimento. Completa il profilo un'ampia conoscenza ed esperienza su tematiche di fiscalità d'impresa. Affianca inoltre gruppi multinazionali sulle tematiche cross-border e di transfer pricing. Interviene regolarmente come relatore a convegni e seminari ed è autore di contributi in materia tributaria su riviste specialistiche nazionali e internazionali. Dal 2026 è membro della Commissione M&A di AIFI.

Giulio Tombesi *is a Partner at Tremonti Partners. His practice focuses mainly on international tax and M&A. He advises leading international investors, private equity funds and real estate funds on structuring their investments and divestments. He also has extensive knowledge of and experience in corporate tax. He works with multinational groups on cross-border and transfer pricing matters. He speaks regularly at conferences and seminars, and he writes on tax matters for specialist journals in Italy and abroad. Since 2026 he has been a member of the AIFI M&A Committee.*

Sabrina Tronci è avvocato, senior associate dello Studio legale e tributario Di Tanno Associati, si occupa di fiscalità finanziaria, di fiscalità dei Fondi di Investimento Alternativi (Private Equity, Private Debt e Real Estate) e di fiscalità internazionale. Le sue aree di specializzazione comprendono operazioni di finanza straordinaria e di M&A. In Di Tanno Associati dal 2014, è autrice di varie pubblicazioni in riviste specializzate e partecipa a panel organizzati da AIFI, LUISS, Convenia; dal 2024 è membro della Commissione M&A di AIFI.

Sabrina Tronci *is a lawyer and senior associate at Di Tanno Associati law and tax firm, specialising in financial taxation, taxation of alternative investment funds (private equity, private debt and real estate) and international taxation. Her areas of expertise include extraordinary finance and M&A transactions. She has been with Di Tanno Associati since 2014 and is the author of various publications in specialist journals. She participates in panels organised by AIFI, LUISS and Convenia, and has been a member of the AIFI M&A Commission since 2024.*

Vittorio Villa è Founding Partner di Villa & Partners Human Capital Solutions. Laureato in Economia e Commercio all'Università di Genova, con un Master in Corporate Finance alla St Xavier University di Chicago, è Dottore Commercialista e Revisore Contabile. Ha maturato esperienze in EniChem France e PricewaterhouseCoopers e avviato le attività in Italia di Michael Page International e Robert Half International, contribuendo al loro sviluppo. È specializzato in Executive Search, con particolare focus su Private Equity, MBI/MBO, Corporate & Institutional Finance, Industrial e Middle Market.

Vittorio Villa *is Founding Partner at Villa & Partners Human Capital Solutions. Vittorio holds a degree in Economics and Business from the University of Genoa and a Master's in Corporate Finance from St Xavier University of Chicago. He is a Chartered Accountant and Public Auditor, with a career spanning EniChem France, PricewaterhouseCoopers, Michael Page International and Robert Half International, where he contributed to the development of the Italian operations. He specializes in Executive Search, with a particular focus on Private Equity, MBI/MBO, Corporate & Institutional Finance and Industrial & Middle Market.*

Matteo Zenari è Head di Financial Sponsor Group all'interno della Divisione di IMI Corporate & Investment Banking di Intesa Sanpaolo. In qualità di responsabile del coverage, coordina le attività di Investment Banking a livello globale con focus su Finanza Strutturata, Advisory su operazioni di acquisizioni e fusioni, Debt & Equity Capital Market e Fund Financing, con i fondi di private equity italiani ed internazionali.

Matteo Zenari *is Head of Financial Sponsor Group within the Division IMI Corporate & Investment Banking of Intesa Sanpaolo. In his leading role he oversees globally the coverage activity of the Investment Banking products, such as Structured Finance, Mergers & Acquisitions, Debt & Equity Capital Market and Fund Financing, with Italian and International Private Equity firms.*

Indice

Abstract 11

Introduzione 13

1. Le operazioni di Management Buy-In nel mercato italiano e il sentiment degli operatori 15
1.1 La definizione di Management Buy-In 15
1.2 Metodologia di analisi 15
1.3 Le operazioni di MBI nel mercato italiano 16
1.4 Le caratteristiche del CEO nelle operazioni di MBI realizzate nel mercato italiano 19
1.5 Il punto di vista degli operatori 22
1.6 Considerazioni conclusive 23

2. Management Buy-In e Carve-Out 25
2.1 Perché il Management Buy-In si lega naturalmente al Carve-Out 25
2.2 Come si disegna il perimetro: dalla logica di carve-in alla separazione eseguibile 26
2.3 Come si governa la separazione e l'execution 27
2.4 Come si crea valore: management ownership, post-close e lessons learned 29

3. La valutazione nei Management Buy-In 33
3.1 La valutazione nei Management Buy-In 33
3.2 Un breve sondaggio 36

4. Il finanziamento delle operazioni di Management Buy-In 37

5. Capitale umano e finanziario: un'opportunità per i manager di diventare imprenditori 41
5.1 Prefazione 41
5.2 La propensione al rischio del capitale umano riflessa nelle varie tipologie di operazioni e di operatori 42
5.3 Aspettative a confronto 43
5.4 Il percorso di trasformazione del manager verso un ruolo imprenditoriale 44
5.5 Conclusione: una convergenza che rafforza il mercato del Management Buy-In 45

6. Le operazioni di Management Buy-In: inquadramento e struttura contrattuale 47
6.1 L'acquisizione della società target nelle operazioni di MBI: brevi cenni 47
6.2 L'accordo di investimento e il patto parasociale: alcune clausole tipiche 49

7. I meccanismi di incentivazione nelle operazioni di MBI 53
7.1 L'allineamento degli interessi dell'investitore finanziario e del management: brevi cenni 53

7.2 I principali meccanismi di incentivazione del management adottati dalla prassi commerciale 53
7.3 Il rapporto tra i meccanismi di incentivazione e i management agreement sottoscritti dal team manageriale 55

8. Le operazioni di Management Buy-In: rischi fiscali e meccanismi di mitigazione 57
8.1 Dubbi interpretativi e coperture assicurative in tema di carried interest 57
8.2 La scissione con scorporo nelle operazioni di carve-out: disciplina fiscale, alternatività con il conferimento di ramo d'azienda, profili di abuso del diritto e coperture assicurative 61

Abstract

Il Quaderno analizza, attraverso una ricerca a cura dell'Ufficio Studi AIFI, il ruolo delle operazioni di *management buy-in* nel mercato italiano, che ancora oggi si caratterizza per la prevalenza di aziende private a capitale familiare, guidate dal fondatore o dai suoi eredi, nelle quali i *manager* detengono quote generalmente contenute e dispongono di margini limitati per incidere sullo sviluppo delle imprese. Nelle operazioni di MBI, per contro, uno o più *manager* esterni entrano nel capitale dell'impresa *target* e ne assumono la guida, combinando capitale finanziario, competenze manageriali e un progetto di sviluppo industriale. È proprio nella combinazione tra capitale e *leadership* che si genera il vero vantaggio competitivo. Le evidenze, infatti, mostrano una maggiore propensione delle società interessate da MBI alla crescita per linee esterne e confermano la centralità del capitale umano in un nuovo schema nel quale oltre alla conoscenza del settore, all'esperienza, alla capacità di guidare percorsi di crescita, assumono un ruolo sempre più centrale la qualità della relazione tra le parti, la condivisione degli obiettivi strategici e la costruzione di un'effettiva convergenza di interessi.

Il Quaderno approfondisce, inoltre, i principali aspetti che caratterizzano un MBI, dalla tipologia specifica delle operazioni di *carve-out* ai criteri di valutazione, agli strumenti di finanziamento, fino ai principali fattori di successo per la trasformazione del *manager* in *manager*-imprenditore. Vengono, infine, analizzati la struttura contrattuale delle operazioni, i meccanismi di incentivazione e co-investimento, i principali profili fiscali e strumenti di mitigazione del rischio. Ne emerge un modello nel quale la creazione di valore dipende dalla capacità di integrare capitale, competenze, *governance* e condivisione degli obiettivi, facendo del *management* un elemento centrale del progetto di investimento e di sviluppo dell'impresa.

The publication analyses, through research conducted by the AIFI Research Office, the role of management buy-in transactions in the Italian market, which is still characterised by a prevalence of privately held, family-owned companies managed by their founders or their heirs, with managers typically holding limited equity stakes and having limited scope to influence the development of the business. By contrast, in MBI transactions, one or more external managers invest in the target company and take a leading role in its management, combining financial capital, managerial expertise and an industrial development project. It is precisely the combination of capital and leadership that creates a true competitive advantage. The findings show a greater propensity for MBI-backed companies to pursue growth through acquisitions and confirm the central role of human capital within a new framework in which, alongside industry knowledge, experience and the ability to drive growth, increasing importance is attached to the quality of the relationship between the parties, the sharing of strategic objectives and the development of genuine alignment of interests.

The publication also examines the main aspects characterising an MBI, from the specific features of carve-out transactions to valuation criteria and financing instruments, as well as the key success factors in the transition from manager to manager-entrepreneur. It also analyses transaction struc-

tures, incentive and co-investment mechanisms, the main tax implications and risk mitigation tools. Overall, the analysis highlights a model in which value creation depends on the ability to integrate capital, expertise, governance and shared objectives, placing management at the heart of both the investment strategy and the company's future development.

Introduzione

A cura di Filippo Guicciardi

Da oltre 20 anni la Commissione M&A di AIFI ha lo scopo di diffondere le tematiche tipiche del mondo delle Fusioni e Acquisizioni, cercando di uscire dal "recinto" degli addetti ai lavori e raggiungendo il mondo delle imprese e delle famiglie che le governano.

Anche nella stesura di questo Quaderno ci siamo quindi riproposti di trattare un tema sicuramente tecnico in un modo comprensibile a un pubblico più vasto e il motivo di fondo è che le operazioni di *management buy-in* molto spesso rispondono ad alcune esigenze tipiche dell'economia reale, in primis il (mancato) passaggio generazionale.

La ricerca che verrà presentata nelle prossime pagine illustra in modo inequivocabile come lo strumento sia utilizzato in larga misura nei processi di managerializzazione delle aziende familiari.

Come noto, l'Italia è il paese delle piccole e medie imprese a conduzione familiare e laddove le seconde o terze generazioni non ci siano o non vogliano proseguire l'attività si pone il problema di come garantire la continuità aziendale. Qualora le condizioni lo permettano, l'inserimento di un *manager* esterno sponsorizzato da un investitore finanziario è una soluzione ottimale per vari motivi.

Il primo è, come detto, quello di colmare un potenziale vuoto di potere che potrebbe essere molto dannoso per l'azienda.

Il secondo, più interessante, è quello di accelerare la crescita dimensionale. Molto spesso, infatti, gli imprenditori di prima generazione, pur nella loro indubbia genialità, costituiscono un limite allo sviluppo per le tradizionali difficoltà alla delega. Quando, invece, vengano dapprima affiancati e poi sostituiti da *manager* incentivati a migliorarne i risultati, le aziende conoscono percorsi di crescita inaspettati.

Questo perché i *manager* migliori, spesso reticenti a collaborare con aziende dominate da logiche familiari, sono invece attratti da progetti incentrati su società in cui un fondo di private equity abbia deciso di investire.

Il terzo motivo è l'accelerazione dei processi di internazionalizzazione. Le nostre imprese hanno sempre avuto una forte propensione all'export ma, in momenti di instabilità internazionale e concorrenza crescente, quali quelli attuali, occorre presidiare i mercati di sbocco con impianti produttivi, reti commerciali e di assistenza pre e post-vendita.

Questo richiede un approccio diverso, fortemente orientato agli investimenti e all'M&A *cross-border*. Sono sempre più numerosi gli esempi di aziende, anche relativamente piccole (venti o trenta milioni di fatturato), che nei mesi successivi ad un'operazione di *management buy-in* hanno chiuso un primo *add-on* acquisendo una società al di fuori dei confini nazionali.

Siamo quindi ben lieti di approfondire una tipologia di operazione che, al contrario di quello che potrebbe sembrare, non ha una connotazione prettamente finanziaria e di nicchia, ma che al contrario può essere una soluzione efficiente per molte intricate situazioni familiari e che garantisce ritorni molto positivi anche dal punto di vista della crescita delle aziende.

1. Le operazioni di Management Buy-In nel mercato italiano e il sentiment degli operatori

A cura dell'Ufficio Studi AIFI

1.1 La definizione di Management Buy-In

Il *management buy-in* (MBI) è un'operazione di acquisizione nella quale uno o più *manager* esterni all'impresa *target* entrano nel capitale e assumono un ruolo guida nella gestione della società acquisita. A differenza di una semplice acquisizione finanziaria, il MBI mette al centro un progetto imprenditoriale fondato sull'ingresso di competenze manageriali nuove, sulla definizione di una chiara agenda industriale e sulla capacità di trasformare il *business* nel periodo successivo al *closing*.

La caratteristica distintiva del MBI è quindi la combinazione tra capitale e *leadership*. Il capitale consente di completare l'operazione; il *management* consente di darle direzione, credibilità e capacità di *execution*. In questa prospettiva il *management* non è soltanto il soggetto incaricato di amministrare l'azienda, ma diventa parte della tesi di investimento: contribuisce a definire il piano industriale, interpreta il potenziale di sviluppo del *business* e assume una responsabilità diretta nella creazione di valore.

1.2 Metodologia di analisi

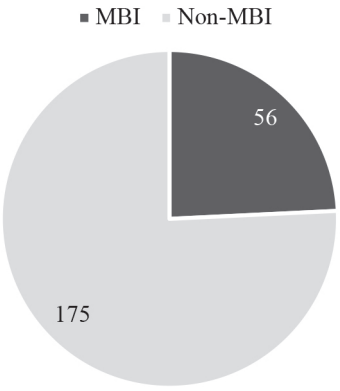
Al fine di comprendere il peso delle operazioni di *management buy-in* nel mercato italiano, l'Ufficio Studi di AIFI ha realizzato due diverse analisi, che hanno coinvolto i soci, sia domestici, sia internazionali, attivi nel segmento del private equity. La prima ricerca identifica innanzitutto quali sono le operazioni di *management buy-in* realizzate dai soci AIFI rispetto al totale degli investimenti di maggioranza degli ultimi cinque anni. Vengono raccolte, inoltre, alcune informazioni sulle caratteristiche delle aziende coinvolte e sul processo di selezione e inserimento del *management*. Il questionario rileva aspetti quali l'origine dell'operazione (azienda familiare, polo di aggregazione, fondo di private equity, ecc.), le motivazioni che hanno portato alla scelta del CEO, il profilo professionale del *manager*, le modalità di *recruiting*, i meccanismi di incentivazione adottati e l'eventuale rafforzamento del team manageriale. Tali informazioni sono state integrate con dati ricavati dai database a disposizione di AIFI relativi alla dimensione delle aziende (fatturato), al settore di attività e al numero di acquisizioni (*add-on*) effettuate dopo l'operazione di private equity. Ai fini di questa analisi sono state definite MBI tutte quelle operazioni caratterizzate da un cambio del CEO entro l'anno successivo all'investimento.

La seconda analisi raccoglie le opinioni degli operatori di private equity in merito alle operazioni di MBI, attraverso un questionario qualitativo dedicato. In particolare, indaga le competenze dei *manager* ritenute più importanti nelle operazioni di MBI, le caratteristiche considerate più rilevanti nel loro curriculum e le aspettative sull'evoluzione futura del ricorso a tali operazioni.

1.3 Le operazioni di MBI nel mercato italiano

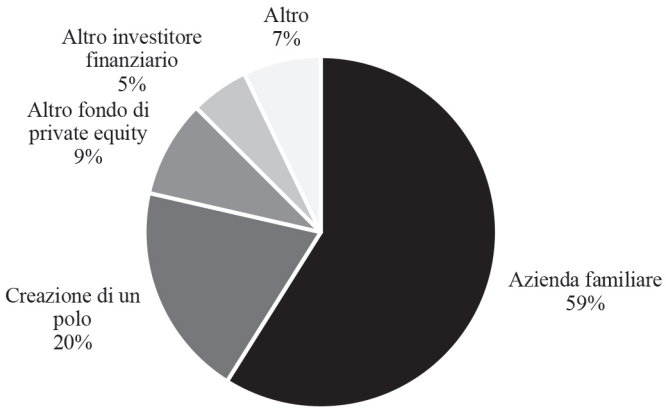
La prima parte della ricerca, rivolta ai soggetti attivi nel mercato italiano del private equity, si riferisce a un campione di 42 operatori, di cui 27 domestici e 15 internazionali. Complessivamente questi soggetti, negli ultimi cinque anni, hanno realizzato 231 operazioni di maggioranza[1], di cui 56 sono classificabili come *management buy-in* (MBI). L'incidenza complessiva sul totale delle operazioni è pari al 24%. Queste operazioni sono state realizzate da 26 soggetti, di cui 19 domestici e 7 internazionali. Rispetto al campione analizzato, 16 operatori, di cui la metà domestici e la metà internazionali, non hanno realizzato alcuna operazione di *management buy-in* nel periodo.

Grafico 1 Distribuzione delle operazioni analizzate (periodo 2020-2025)



Le operazioni di MBI, quindi, rappresentano circa un quarto del campione e risultano strettamente legate al contesto tipico del *mid-market* italiano. La matrice familiare emerge come elemento centrale: 33 operazioni su 56 originano da aziende familiari, pari al 59% del totale, a cui si aggiungono 11 casi di creazione di poli, fenomeno che può sovrapporsi alla presenza di aziende familiari nel perimetro. L'evidenza è coerente con il ruolo del *buy-in* come strumento di rafforzamento manageriale in contesti in cui la transizione proprietaria, l'aggregazione settoriale o l'evoluzione della *governance* richiedono competenze esterne e una maggiore capacità di esecuzione industriale.

Grafico 2 Distribuzione delle operazioni di *management buy-in* per *origination*



[1] I co-investimenti sono considerati un'unica operazione.

Nel 94% dei casi che hanno coinvolto aziende familiari si è osservato il reinvestimento da parte della famiglia. Mediamente la quota reinvestita risulta pari a circa il 30%. La permanenza della famiglia nel capitale sembra quindi accompagnare spesso l'ingresso di un nuovo *management* esterno, configurando il MBI non come semplice sostituzione dell'imprenditore, ma come passaggio verso una *governance* più articolata. Quando disponibile, il dato generazionale mostra una prevalenza di imprese di prima generazione (56% del campione), mentre la distribuzione per età segnala maggiormente la presenza di imprenditori tra i 50 e i 70 anni, pari al 64% delle osservazioni con informazione disponibile.

Tabella 1 La distribuzione delle aziende familiari per generazione

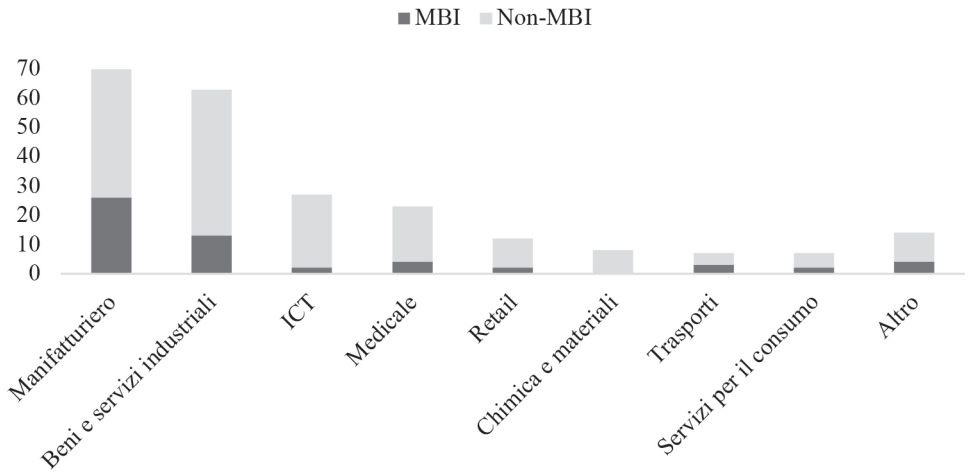
Prima generazione	56%
Seconda generazione	33%
Terza generazione	7%
Quarta generazione e oltre	4%

Tabella 2 La distribuzione delle aziende familiari per età dell'imprenditore

≤ 50 anni	10%
51 - 60 anni	32%
61 - 70 anni	32%
> 71 anni	26%

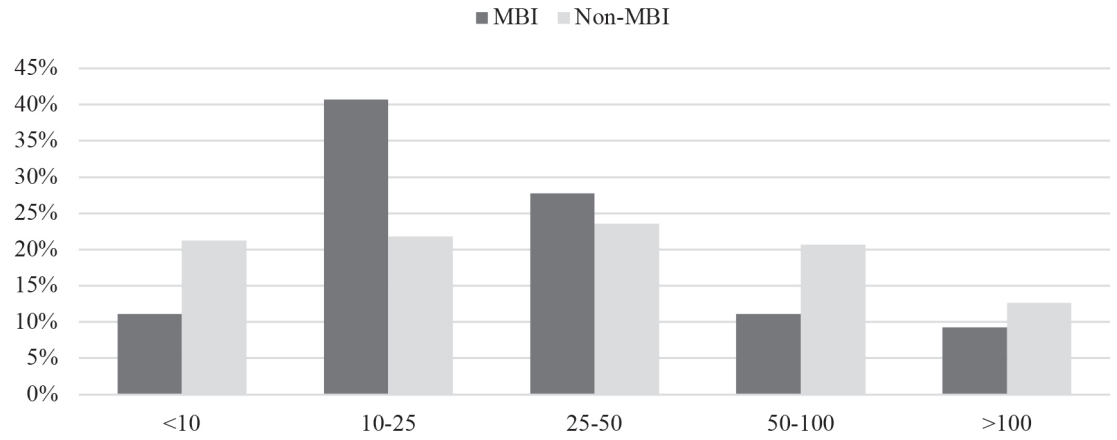
Dal punto di vista settoriale, l'analisi evidenzia come le operazioni di *management buy-in* siano particolarmente diffuse nel settore manifatturiero, in cui opera il 46% delle imprese analizzate. Segue il comparto dei beni e servizi industriali (23%) e, con un'incidenza più contenuta, il medicale (7%). Da sottolineare che, dall'analisi dell'intero dataset di 231 operazioni oggetto di indagine, emerge come il 37% delle operazioni realizzate nel comparto manifatturiero sia riconducibile a *management buy-in*, a testimonianza di come in questo segmento caratterizzato da elevata complessità operativa e da processi di crescita e consolidamento, il contributo di competenze manageriali esterne può rappresentare un importante fattore di creazione di valore.

Grafico 3 Distribuzione delle società per settore di attività



Andando ad esaminare la dimensione delle società oggetto di investimento e confrontando le operazioni di *management buy-in* con quelle che non rientrano in questa categoria, emerge una differenza significativa. Complessivamente, le operazioni in imprese con un fatturato inferiore ai 25 milioni sono il 52% del totale delle operazioni di MBI, contro il 42% di quelle non-MBI. Le operazioni di *management buy-in*, in particolare, si concentrano prevalentemente nella fascia di fatturato 10-25 milioni di euro, che raccoglie il 41% delle operazioni di MBI contro solo il 22% delle non-MBI. Al contrario, le operazioni non-MBI mostrano una distribuzione più uniforme tra le diverse classi dimensionali. Questa concentrazione nella fascia medio-piccola suggerisce che il *management buy-in* rappresenti una soluzione particolarmente adatta per aziende di dimensioni intermedie, tipicamente imprese familiari in fase di transizione generazionale, dove l'inserimento di un *manager* esterno può garantire continuità gestionale e competenze manageriali strutturate.

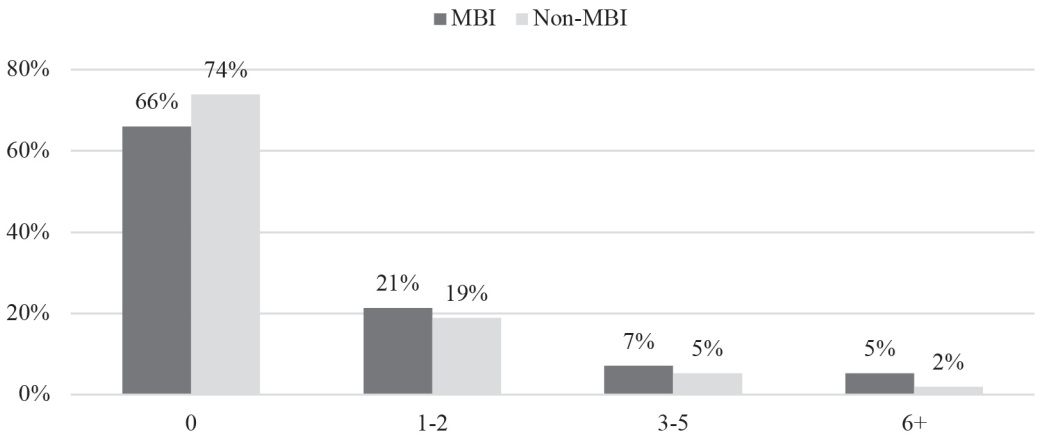
Grafico 4 Distribuzione delle società per dimensione (classi di fatturato)



Nota: classi di fatturato in Euro Mln.

Un dato particolarmente rilevante da analizzare riguarda i percorsi di crescita delle società per linee esterne e, nello specifico, la propensione ad attuare la strategia di *add-on*. Escludendo dal campione gli investimenti che già si configurano come operazioni di questo tipo, dall'analisi emerge che le società oggetto di operazioni di *management buy-in* hanno realizzato complessivamente 75 *add-on*,

Grafico 5 Distribuzione delle società per numero di *add-on* realizzati



contro i 96 realizzati dalle altre società. La media di *add-on* per operazione è quindi pari a 1,34 nei casi di MBI, contro 0,63 per le non-MBI, più del doppio. Analizzando la distribuzione delle operazioni, si osserva che le operazioni di MBI presentano una maggiore concentrazione nelle classi con più *add-on*. In particolare, il 34% di queste società ha realizzato almeno un'acquisizione: di queste, il 13% è stata protagonista di 3 o più acquisizioni. Le operazioni di MBI, quindi, si configurano come veicolo privilegiato per le strategie di *buy-and-build*, grazie anche alla presenza di CEO con competenze specifiche in ambito M&A e all'orientamento strategico verso la crescita per linee esterne.

1.4 Le caratteristiche del CEO nelle operazioni di MBI realizzate nel mercato italiano

Per ciascuna delle operazioni di *management buy-in* descritta nel precedente paragrafo, sono state poste anche alcune domande per comprendere le motivazioni alla base della selezione del CEO. La scelta del CEO appare guidata soprattutto dalla conoscenza del settore, indicata in 43 risposte, pari al 47% del totale delle risposte raccolte sulla motivazione della scelta. Seguono competenze di riorganizzazione (16), internazionalizzazione (15) e acquisizione (13). Tali dati suggeriscono che il *manager* venga selezionato anzitutto per la capacità di leggere il settore e tradurre tale conoscenza in un percorso operativo, più che per una generica competenza finanziaria.

Grafico 6 Motivazioni che hanno determinato la scelta del CEO



Nota: i dati si riferiscono al numero di risposte. Era prevista la possibilità di selezionare più opzioni.

L'esperienza pregressa rafforza questa evidenza: complessivamente, nel 94% dei casi il CEO ha oltre 15 anni di esperienza: nel dettaglio, nel 73% dei casi ha più di vent'anni di esperienza lavorativa e nel 21% tra 15 e 20 anni. Inoltre, l'85% dei CEO non era già stato inserito in precedenti operazioni di *buy-in*.

Il background dei CEO è prevalentemente industriale: nell'89% dei casi proviene da esperienze nello stesso settore (50%) o in altri settori (39%). I profili finanziari, invece, risultano marginali (5%). Il dato evidenzia la preferenza per competenze operative e industriali, con un forte peso della conoscenza del settore di riferimento.

La selezione del nuovo CEO avviene soprattutto tramite *head hunter* (49%) e conoscenza diretta del fondo (37%), che insieme rappresentano l'86% delle indicazioni. Il coinvolgimento del *management* della società è più limitato (7%), mentre i consulenti M&A pesano per il 4%.

Sul piano contrattuale, il MBI risulta nella maggior parte dei casi già previsto nell'impianto iniziale dell'operazione: nel 75% dei casi, infatti, era contrattualizzato nello SPA/SHA iniziale. Questo

Grafico 7 Anni di esperienza lavorativa pregressa del CEO

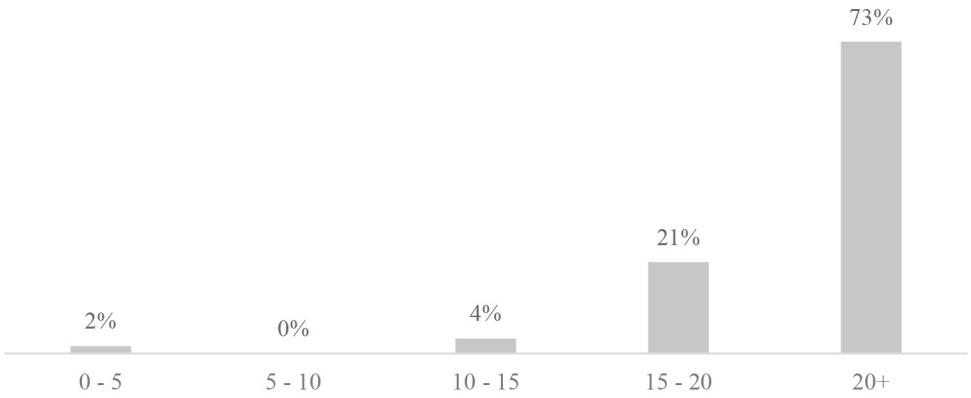
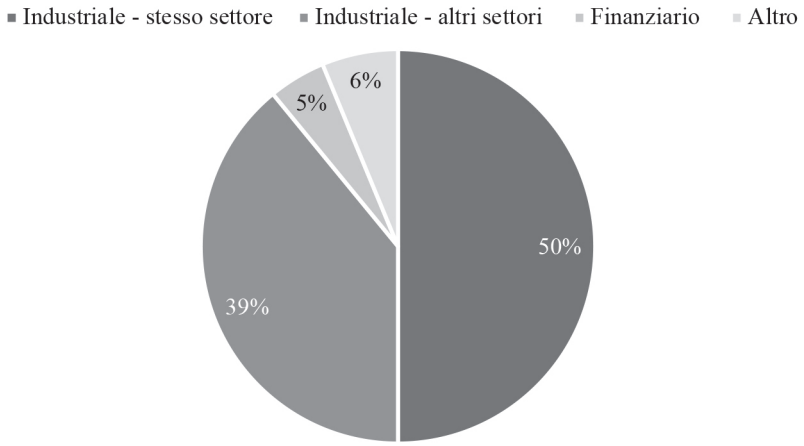
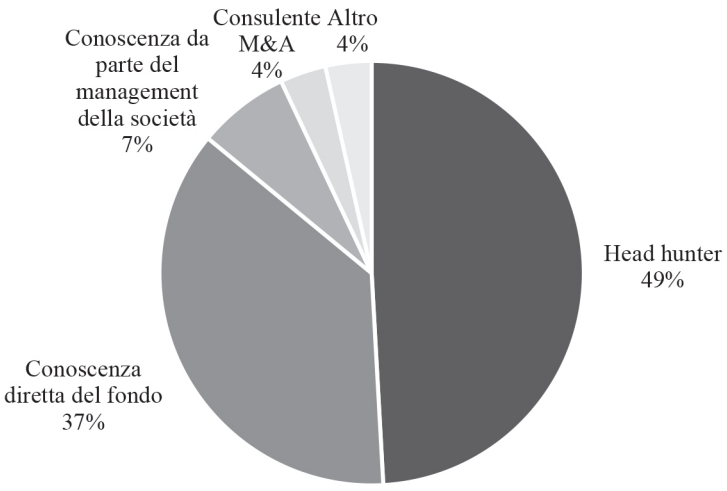


Grafico 8 Background del CEO



Nota: era prevista la possibilità di selezionare più opzioni.

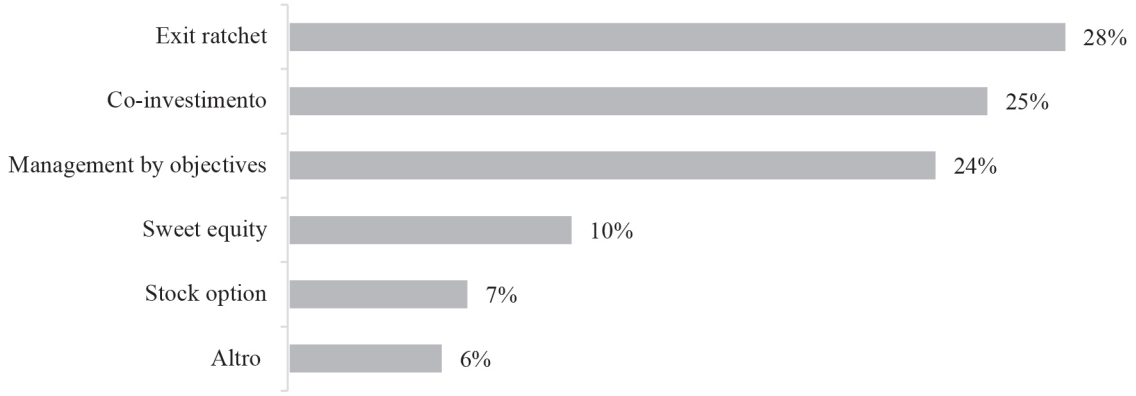
Grafico 9 Modalità di selezione del CEO



elemento suggerisce una crescente integrazione del tema manageriale nella fase di *origination* e strutturazione del *deal*, con un ruolo del CEO esterno che tende a essere definito ex ante come parte del disegno di investimento.

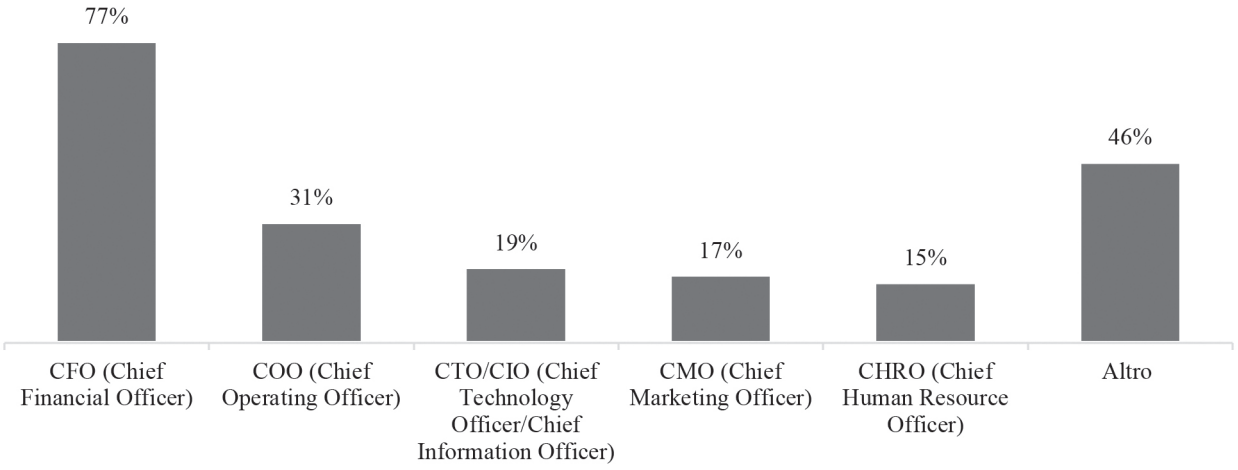
I meccanismi di incentivo sono diversificati e spesso cumulativi. Le risposte più frequenti riguardano *exit ratchet* (30 risposte, 28%), co-investimento (27, 26%) e *management by objectives* (25, 24%). Quando è presente il co-investimento, l'ammontare si concentra nella fascia 1%-5% del *deal*, che rappresenta l'86%. La logica sottostante è quella di allineare l'interesse del CEO alla creazione di valore, combinando strumenti legati all'*exit* con obiettivi operativi intermedi e partecipazione economica al rischio.

Grafico 10 Meccanismi di incentivo per il CEO



Da sottolineare, infine, che nelle operazioni di *management buy-in* spesso l'operatore non si limita all'inserimento del CEO. Nel 77% dei casi viene indicato anche l'inserimento del CFO, mentre il COO viene inserito nel 31% delle operazioni. Questi dati evidenziano una visione del MBI come rafforzamento della prima linea manageriale: il CEO esterno viene spesso accompagnato da competenze funzionali necessarie a presidiare crescita, controllo, tecnologia, organizzazione commerciale e capitale umano.

Grafico 11 Altre figure inserite oltre al CEO



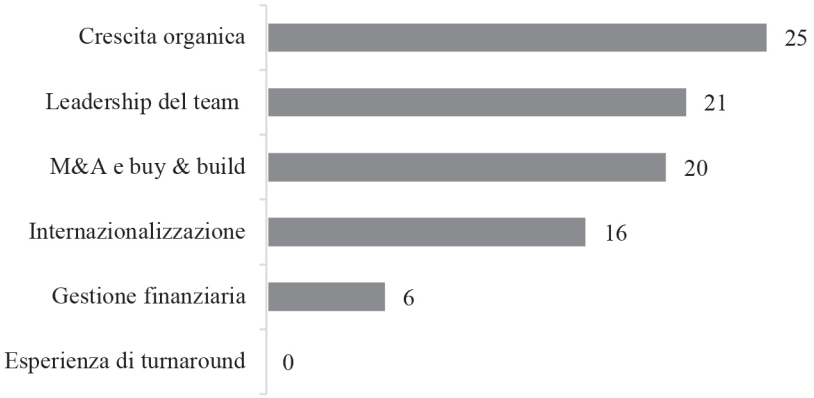
Nota: nella categoria altro sono compresi, ad esempio, *Chief Customer Officer, Chief Commercial Officer, Chief Digital Officer, Chief Transformation Officer*.

1.5 Il punto di vista degli operatori

La seconda parte dell'analisi descrive il punto di vista di 28 operatori di private equity attivi in Italia sulle caratteristiche considerate più importanti per un *manager* coinvolto in un *management buy-in* e sulle prospettive di sviluppo di queste operazioni. Cinque degli operatori inclusi nel campione non hanno realizzato alcuna operazione di *buy-in* nel periodo oggetto dell'analisi precedentemente descritta.

Dai dati emerge che le competenze più richieste per un *manager* in un'operazione di MBI sono relative alla crescita organica (28% delle risposte), alla *leadership* del team (24%) e alla capacità di gestire operazioni di M&A e *buy-and-build* (23%), coerentemente con l'importanza di questo tipo di operazioni, sopra descritta. Anche l'internazionalizzazione ha un peso significativo (18%), mentre la gestione finanziaria è meno citata (7%). Il profilo ricercato è quindi soprattutto orientato allo sviluppo operativo, alla guida delle persone e alla crescita per linee esterne.

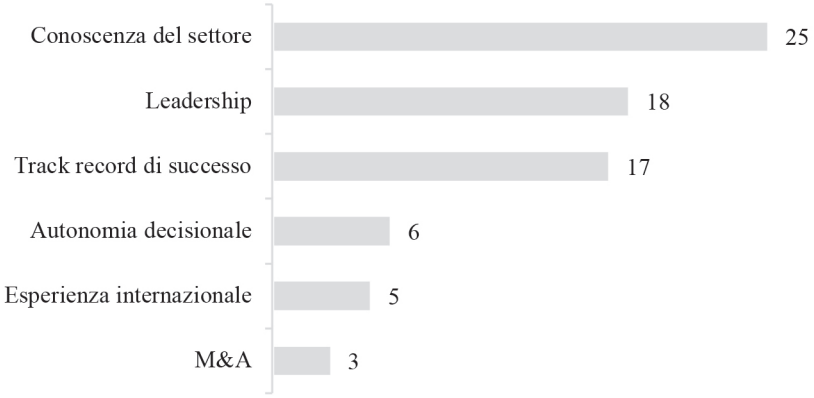
Grafico 12 Competenze operative ritenute più critiche in un *manager*



Nota: i dati si riferiscono al numero di risposte. Era prevista la possibilità di selezionare più opzioni.

Nel curriculum del *manager* l'elemento che viene ritenuto più rilevante dagli operatori è la conoscenza del settore (34% delle risposte), seguita da *leadership* (24%) e *track record* di successo (23%). Questi tre fattori rappresentano complessivamente l'81% delle preferenze, evidenziando la ricerca di profili con esperienza direttamente applicabile e risultati già dimostrati.

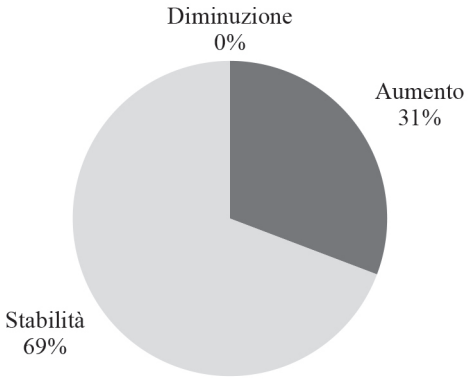
Grafico 13 Elementi del curriculum ritenuti più rilevanti dagli operatori



Nota: i dati si riferiscono al numero di risposte. Era prevista la possibilità di selezionare più opzioni.

Da ultimo, le aspettative degli operatori indicano un mercato sostanzialmente stabile: il 69% ritiene che il peso delle operazioni di *management buy-in* resterà invariato nei prossimi mesi. Il restante 31% prevede un aumento, mentre nessun rispondente si attende una diminuzione.

Grafico 14 Le aspettative per i prossimi mesi sul peso delle operazioni di *management buy-in*



1.6 Considerazioni conclusive

Nel complesso, le evidenze raccolte mostrano come le operazioni di *management buy-in* rappresentino uno strumento rilevante per accompagnare percorsi di transizione proprietaria, rafforzamento manageriale e crescita industriale, soprattutto nelle imprese familiari e nel segmento del *mid-market*. Il ricorso a CEO esterni, spesso affiancati da ulteriori figure manageriali, appare strettamente legato alla necessità di integrare competenze settoriali, capacità di esecuzione operativa e orientamento alla crescita per linee esterne. Le aspettative degli operatori, prevalentemente orientate alla stabilità ma senza indicazioni di riduzione del fenomeno, confermano quindi il ruolo del MBI nei processi di creazione di valore promossi dal private equity.

2. Management Buy-In e Carve-Out

A cura di Jacopo Strizzolo

2.1 Perché il Management Buy-In si lega naturalmente al Carve-Out

Il *carve-out* è l'operazione attraverso cui un gruppo separa una parte del proprio *business*, rendendola trasferibile, cedibile ed autonoma rispetto al perimetro originario. La scelta può derivare da razionali diversi: rifocalizzazione sul *core business*, separazione di attività non strategiche, preparazione a una cessione o a un'IPO, ingresso di un partner finanziario o industriale, oppure volontà di creare una piattaforma autonoma di crescita. In tutti questi casi, l'operazione non consiste soltanto nel trasferire *asset* o contratti, ma nel costruire le condizioni affinché il *business* separato possa funzionare in modo autonomo.

Come evidenziato nel capitolo precedente, questa esigenza rende il *carve-out* un contesto naturale per un MBI: il *management* esterno non è chiamato soltanto a guidare un'impresa esistente, ma a contribuire alla costruzione del modello attraverso il quale essa opererà come realtà autonoma.

Il legame tra MBI e *carve-out* nasce proprio da questa esigenza di autonomia. Un *business* inserito per anni all'interno di un gruppo può essere fortemente dipendente da funzioni centrali, sistemi informativi, processi amministrativi, contratti quadro, marchi, licenze, tesoreria, servizi condivisi e relazioni organizzative informali oltre a poter avere collegamenti forti anche a livello di rete commerciale e distributiva del prodotto o servizio. Una volta separato, quel *business* deve essere dotato di una propria *governance*, di un proprio modello operativo, di una *leadership* riconoscibile e di una chiara agenda di sviluppo. Il *management buy-in* può fornire proprio questa discontinuità positiva, portando competenze, responsabilità e imprenditorialità al nuovo perimetro.

In un *carve-out*, il *management team* è chiamato a svolgere una funzione particolarmente delicata: deve comprendere il *business* così come era gestito all'interno del gruppo, ma al tempo stesso immaginare come dovrà funzionare come entità autonoma. Deve quindi contribuire non solo alla gestione corrente, ma anche alla definizione del piano di separazione, del *Target Operating Model*, delle priorità di *Day* 1 e del percorso di creazione di valore *post-close*. Il *management* entrante non è quindi soltanto destinatario della separazione, ma ne diventa progressivamente *owner*, trasformando il *carved-out business* in una piattaforma indipendente con una propria *leadership* e direzione strategica.

Il *carve-out* rappresenta inoltre un contesto nel quale il *management* esistente potrebbe non essere sufficiente o non essere pienamente allineato al nuovo progetto. In alcuni casi il *management* storico è rimasto focalizzato sulle logiche del gruppo di appartenenza; in altri, alcune funzioni chiave non sono presenti nel perimetro separato perché storicamente svolte a livello centrale. L'ingresso di *manager* esterni può quindi servire a completare il team, rafforzare la *leadership*, introdurre nuove competenze e aumentare la credibilità del piano industriale verso investitori, finanziatori, clienti e dipendenti, non implica però necessariamente la sostituzione integrale del team esistente: occorre preservare la conoscenza storica del *business*, inserire le *capability* mancanti e organizzare un efficace trasferimento di conoscenze verso il *management* entrante.

Evidenze empiriche Le principali motivazioni che guidano la selezione del CEO in operazioni di MBI sono la conoscenza del settore (47%), l'esperienza nei processi di internazionalizzazione (17%), la capacità di gestire riorganizzazioni (17%) e l'esperienza in acquisizioni (14%). Inoltre, il 72% dei CEO inseriti presenta oltre vent'anni di esperienza professionale e il 51% proviene dallo stesso settore industriale della società *target*. Il mercato privilegia quindi figure manageriali *senior* e con forte credibilità industriale.

La dimensione manageriale è cruciale anche per la comunicazione dell'operazione. I *carve-out* generano inevitabilmente incertezza: per i dipendenti che cambiano perimetro, per i clienti che temono discontinuità, per i fornitori che devono ridefinire rapporti contrattuali, per le banche che valutano la sostenibilità finanziaria della nuova entità. Un *management team* credibile, coinvolto in anticipo e responsabilizzato sul piano, può ridurre il rumore organizzativo e aumentare la fiducia degli *stakeholder* nella continuità e nel potenziale del *business*.

Messaggio chiave Il *carve-out* crea le condizioni per l'autonomia; il *management buy-in* può fornire la *leadership* necessaria per trasformare il *business* separato in una piattaforma indipendente, governabile e capace di creare valore.

2.2 Come si disegna il perimetro: dalla logica di carve-in alla separazione eseguibile

Il primo passaggio operativo di un *carve-out* consiste nel disegnare correttamente il perimetro. Prima di separare occorre stabilire cosa entra nel *business* da trasferire e cosa resta all'interno del gruppo originario. Questa attività, spesso definita in logica di *carve-in*, non deve essere interpretata come un mero elenco di *asset*, persone o contratti, ma come la costruzione di un perimetro industriale, legale, finanziario e operativo che sia effettivamente gestibile dal nuovo *management*.

Un perimetro ben disegnato deve rispondere a tre domande fondamentali. Primo: qual è il *business* che viene effettivamente trasferito? Secondo: quali *capability* sono necessarie per operarlo in autonomia? Terzo: quali dipendenze dal gruppo originario devono essere eliminate, sostituite o gestite temporaneamente? La qualità delle risposte a queste domande determina la qualità dell'intera operazione, perché errori o ambiguità nella fase di *perimeter design* tendono a trasformarsi in complessità operative, costi inattesi e rischi di *execution* nelle fasi successive.

Il perimetro deve includere, in modo coerente, *business unit*, prodotti, clienti, fornitori, contratti commerciali, contratti di acquisto, personale, beni materiali, proprietà intellettuale, dati, applicativi IT, licenze, autorizzazioni, processi, policy e servizi condivisi. In molte operazioni, alcune componenti sono chiaramente attribuibili al *business* da separare; altre sono invece condivise con il gruppo e richiedono decisioni specifiche. È il caso, ad esempio, di sistemi ERP, infrastrutture IT, marchi, contratti quadro, funzioni *finance*, HR, *procurement*, *legal*, *tax*, *treasury* o *supply chain*.

La definizione del perimetro deve essere collegata al *business plan* e allo *standalone cost model*. Una società può essere trasferibile dal punto di vista legale, ma non sostenibile dal punto di vista economico se i costi necessari a renderla autonoma sono sottostimati o se alcune *capability* essenziali non sono presenti. Allo stesso modo, un perimetro può apparire coerente sul piano industriale, ma risultare difficilmente separabile se le dipendenze tecnologiche o contrattuali sono troppo profonde. Per questo motivo la valutazione del perimetro deve combinare logiche strategiche, operative, finanziarie e legali.

Tabella 3 Gli ambiti del perimeter blueprint

Ambito	**Domande chiave**	***Output* atteso**
Business e mercato	Quali prodotti, clienti, canali e geografie fanno parte del perimetro?	*Business perimeter* e *value case*
Persone e organizzazione	Quali ruoli sono trasferiti? Quali *capability* mancano?	*People perimeter* e *capability gap*
Contratti e fornitori	Quali contratti devono essere trasferiti, rinegoziati o sostituiti?	*Contract register* e *action plan*
IT e dati	Quali sistemi, dati, licenze e accessi sono necessari al *Day* 1?	IT *separation map* e *data migration plan*
Finance e controllo	Quale *reporting*, tesoreria e controllo di gestione serviranno *standalone*?	Standalone finance blueprint

Uno strumento utile è il *perimeter blueprint*: una rappresentazione integrata del *business* da separare che collega elementi inclusi nel perimetro, dipendenze residue, decisioni ancora aperte, *owner* e *timing* di risoluzione. Il *blueprint* deve essere sufficientemente pratico da guidare la separazione, ma anche sufficientemente stabile da supportare la negoziazione contrattuale e il piano di esecuzione. In un *carve-out* con MBI, il *management team* dovrebbe essere coinvolto in questa fase il prima possibile, perché sarà chiamato a governare il perimetro dopo il *closing* e deve quindi comprenderne logica, limiti e implicazioni.

Evidenze empiriche Nel 75% delle operazioni il *management buy-in* è previsto nei documenti contrattuali iniziali (SPA o SHA). Questo elemento evidenzia come *investors* e sponsor tendano sempre più spesso a progettare contestualmente *management*, *governance* e percorso di creazione di valore, riducendo il rischio di disallineamenti nelle fasi successive all'acquisizione.
Messaggio chiave Un *carve-out* efficace richiede un perimetro chiaro, separabile e gestibile: non basta trasferire un *business*, occorre costruire una realtà che il *management* possa effettivamente governare.

2.3 Come si governa la separazione e l'execution

Una volta definito il perimetro, il successo dell'operazione dipende dalla capacità di governare la separazione come un programma integrato. Il *carve-out* non è una somma di attività funzionali indipendenti: IT, *finance*, HR, *procurement*, *operations*, legale, *tax*, *compliance* e *supply chain* sono strettamente interconnessi. Una decisione su un sistema IT può avere impatti su *reporting* finanziario, *payroll*, fatturazione, gestione clienti, dati commerciali e *compliance*. Analogamente, una decisione su un contratto quadro può influenzare costi, continuità operativa, livelli di servizio e *timing* di uscita dai servizi transitori.

La prima area da presidiare è il *Target Operating Model standalone*. Il TOM definisce come la nuova entità dovrà funzionare una volta separata: struttura organizzativa, processi, ruoli, *governance*, sistemi, policy, controlli e modalità decisionali. Il TOM deve essere pragmatico: non rappresenta necessariamente il modello organizzativo ideale di lungo periodo, ma il modello necessario per operare in modo sicuro, controllato e sostenibile nelle fasi immediatamente successive al *closing*. In un contesto di MBI, il TOM deve inoltre riflettere lo stile di guida e le priorità del nuovo *management*, evitando di replicare automaticamente il modello del gruppo cedente.

La seconda area riguarda la quantificazione economica della separazione. Il *carve-out* genera frequentemente costi *standalone*, *stranded cost*, dissinergie operative, costi *one-off* di separazione e

investimenti necessari per sostituire *capability* non trasferite. La corretta stima di questi elementi è essenziale sia per la valutazione dell'operazione sia per la sostenibilità del *business plan*. Sottostimare i costi di autonomia può compromettere il piano *post-close*; sovrastimarli può invece ridurre l'attrattività dell'operazione o complicare inutilmente la struttura negoziale.

La terza area è la gestione delle dipendenze residue attraverso *Transitional Service Agreements* ("TSA"). I TSA consentono alla nuova entità di continuare a ricevere, per un periodo definito, alcuni servizi dal gruppo originario: ad esempio IT, *payroll*, *finance operations*, *procurement*, logistica, *customer service*, *regulatory support* o altri servizi condivisi. Tuttavia, i TSA devono essere considerati un ponte temporaneo verso l'autonomia, non una soluzione permanente. Per ogni servizio transitorio devono essere definiti perimetro, livelli di servizio, *pricing*, durata, *owner*, responsabilità operative e soprattutto un *exit plan* credibile.

Tabella 4 Gli elementi dei TSA

Elemento TSA	**Perché conta**	**Rischio se assente**	***Owner***	***Exit logic***
Servizio	Chiarisce cosa viene erogato	Ambiguità e dispute operative	Funzione	Sostituzione interna o *vendor*
SLA	Definisce livelli attesi	Discontinuità non misurabile	Service owner	Monitoraggio e *remediation*
Pricing	Rende trasparente il costo	Costi inattesi	Finance	Budget *standalone*
Durata	Evita dipendenza indefinita	TSA troppo lunghi	IMO/SMO	*Milestone* di uscita
Exit plan	Collega TSA ad autonomia	Rischio *post-close*	Management	*Roadmap* e investimenti

Il quarto elemento è la *Day 1 readiness*. Il *Day* 1 non coincide semplicemente con il *closing* giuridico: è il primo momento in cui la nuova entità deve dimostrare di poter operare senza interruzioni critiche. Devono quindi essere pronti accessi IT, anagrafiche clienti e fornitori, *payroll*, fatturazione, incassi e pagamenti, *reporting* minimo, *authority matrix*, deleghe, processi di approvazione, comunicazioni interne ed esterne, contratti essenziali, coperture assicurative e presidi di *compliance*. Il *cutover plan* deve descrivere attività, sequenza, responsabilità, criteri *go/no-go* e procedure di *escalation*.

Per governare questa complessità è necessaria una struttura di *execution* dedicata. Una *governance* efficace combina uno *Steering Committee* per le decisioni strategiche, un *Integration/Separation Management Office* per coordinare il programma e *workstream* funzionali responsabili delle attività operative. Strumenti semplici ma disciplinati – *issue log*, *risk log*, *action tracker*, *decision log*, *dependency tracker* e *dashboard* di *readiness* – consentono di mantenere visibilità integrata su rischi, priorità, dipendenze e decisioni aperte. La disciplina di programma è particolarmente importante nei *carve-out* con MBI, perché il *management* entrante deve poter distinguere rapidamente tra ciò che è essenziale per la continuità, ciò che è rilevante per l'autonomia e ciò che può essere ottimizzato successivamente.

Evidenze empiriche Il *management buy-in* raramente si esaurisce nell'inserimento del solo CEO. Nel 37% delle operazioni viene inserito un CFO, nel 15% un COO e nel 10% un CTO/CIO. Sono inoltre presenti figure aggiuntive in ambito marketing, risorse umane e altre funzioni specialistiche. Le evidenze confermano l'importanza di costruire un team manageriale completo capace di governare simultaneamente le diverse aree della separazione.

Un errore ricorrente consiste nel gestire la separazione per silos funzionali, lasciando a ciascuna area la responsabilità di risolvere autonomamente le proprie attività. Questo approccio può funzionare in programmi semplici, ma è rischioso nei *carve-out*, dove il valore si perde spesso nelle interfacce: tra IT e *finance*, tra HR e *legal*, tra *procurement* e *operations*, tra contratti e sistemi, tra TSA ed *exit plan*. Il ruolo della *governance* centrale è quindi quello di rendere visibili le interdipendenze, accelerare le decisioni e impedire che problemi apparentemente tecnici diventino ritardi, costi o discontinuità operative.

Messaggio chiave La separazione ha successo quando *execution*, *governance* e gestione delle dipendenze sono integrate in un unico programma, con responsabilità chiare, decisioni rapide e controllo continuo dei rischi.

2.4 Come si crea valore: management ownership, post-close e lessons learned

Il valore di un *carve-out* non si realizza al *closing*. Il *closing* trasferisce il controllo; la creazione di valore richiede invece che la nuova entità diventi autonoma, più semplice, più focalizzata e più performante nel medio periodo. In questa prospettiva il *management buy-in* è uno degli elementi più rilevanti dell'operazione, perché consente di associare la separazione tecnica a una chiara *ownership* manageriale del progetto industriale.

Il *management* deve essere coinvolto il prima possibile nella definizione del perimetro, del *business plan*, del modello operativo e delle priorità *post-close*. Il coinvolgimento tardivo aumenta il rischio che il *management* si limiti a "ricevere" un *asset* già disegnato da altri, senza averne piena comprensione o responsabilità. Al contrario, quando il *management* partecipa alla definizione del percorso, può contribuire a distinguere ciò che è indispensabile per il *Day* 1 da ciò che può essere costruito nel tempo, orientando le risorse verso le priorità che contano davvero per il *business*.

La *ownership* manageriale richiede chiarezza su ruoli, responsabilità, poteri decisionali, *governance*, incentivi e *retention*. Il *management team* deve sapere quali decisioni può prendere, quali *escalation* sono necessarie, quali obiettivi economici e operativi deve perseguire e quali leve ha a disposizione per realizzarli. In assenza di questa chiarezza, il rischio è che la nuova entità resti formalmente autonoma ma sostanzialmente dipendente da logiche, processi e comportamenti del gruppo originario.

Evidenze empiriche L'allineamento degli interessi rappresenta uno degli elementi centrali delle operazioni di MBI. I principali strumenti di incentivazione adottati per il CEO risultano essere l'*exit ratchet* (28%), il co-investimento (26%) e i sistemi *management by objectives* (24%). Tali risultati confermano come il mercato privilegi schemi nei quali il *management* partecipa direttamente alla creazione di valore e al successo dell'investimento.

Le persone rappresentano una delle principali leve di valore e, al tempo stesso, una delle principali fonti di rischio. Nei *carve-out*, l'incertezza può generare perdita di focus, riduzione della produttività, *attrition* di figure chiave e indebolimento delle relazioni con clienti e fornitori. È quindi necessario identificare tempestivamente *critical talent*, ruoli essenziali, competenze mancanti, piani di *retention* e necessità di comunicazione. La comunicazione deve essere coerente e differenziata per *stakeholder*: *management*, dipendenti, clienti, fornitori, banche, istituzioni e partner devono comprendere perché avviene l'operazione, cosa cambia, cosa non cambia e quale sarà la traiettoria futura della nuova entità.

La fase *post-close* deve essere gestita come un'estensione naturale del piano di separazione. Nei primi 100 giorni, la priorità è stabilizzare il *business*, presidiare la continuità operativa, monitorare i TSA, chiudere le criticità rimaste aperte, rafforzare la *governance* e avviare le prime iniziative di ottimizzazione. Tuttavia, il *post-close* non deve limitarsi alla *remediation*: deve attivare la *value creation agenda*. Questo significa tradurre l'autonomia in maggiore velocità decisionale, trasparenza economico-finanziaria, *accountability* manageriale, razionalizzazione dei costi indiretti, semplificazione dei processi, rafforzamento commerciale e, dove rilevante, capacità di crescita per linee esterne.

La nuova entità può beneficiare di un modello operativo più snello rispetto al gruppo originario. La separazione consente spesso di eliminare complessità non necessarie, ripensare processi e funzioni in logica *standalone*, rivedere livelli di servizio, introdurre sistemi più coerenti con la dimensione del *business* e aumentare la visibilità sulle *performance*. Questa opportunità non è automatica: richiede che il *management* utilizzi il *carve-out* non solo per "ricostruire" ciò che il gruppo forniva, ma per progettare un'organizzazione più adatta alla strategia futura.

Le principali *lessons learned* possono essere sintetizzate in otto punti. Primo, il perimetro deve essere definito presto e aggiornato con disciplina. Secondo, le dipendenze critiche devono essere mappate prima del *signing* e non dopo il *closing*. Terzo, i TSA devono avere un *exit plan* credibile. Quarto, il *Day* 1 richiede test operativi e non soltanto *checklist* documentali. Quinto, il *management* deve essere coinvolto prima che il piano sia definito e congelato. Sesto, *people*, comunicazione e *retention* sono leve di valore e non temi accessori. Settimo, il *carve-out* deve essere collegato fin dall'inizio a una *value creation agenda*. Ottavo, una *governance* forte riduce dispersione, ritardi e perdita di valore.

Tabella 5 Le *lessons learned*

Lesson learned	**Implicazione pratica**	**Domanda per il *management***
Perimetro disciplinato	Mantenere un *perimeter decision log* sempre aggiornato	Stiamo separando un *business* governabile?
Interdipendenze	Mappare *owner*, criticità e *timing* di soluzione	Quali dipendenze possono bloccare il *Day* 1?
TSA con *exit plan*	Disegnare il percorso di uscita già in fase di negoziazione	Quando saremo davvero autonomi?
Day 1 testato	Eseguire prove operative su processi critici	Cosa deve funzionare senza eccezioni al *closing*?
Ownership manageriale	Coinvolgere il *management* nel piano e negli incentivi	Chi possiede il valore *post-close*?
People, comunicazione e *retention*	Identificare *critical talent*, messaggi chiave e piani di *retention* prima del *closing*	Quali persone e messaggi proteggono continuità e valore?
Value Creation agenda attiva	Avviare rapidamente *quick wins* e iniziative strutturali	Quali iniziative rendono CarveCo più forte?
Governance forte	Mantenere una *governance* integrata con *decision log*, *risk log* ed *escalation* rapide	Quali decisioni devono essere accelerate per evitare perdita di valore?

In conclusione, il successo di un *carve-out* con *management buy-in* dipende dalla capacità di disegnare insieme separazione, autonomia e *ownership*. Il capitale consente di realizzare l'operazione, ma è il *management* a trasformare il perimetro separato in una piattaforma imprenditoriale. La disciplina di *execution* riduce il rischio di perdita di valore; la chiarezza del modello operativo rende possibile l'autonomia; la *leadership* manageriale dà direzione al progetto industriale. Quando questi elementi sono presenti fin dall'inizio, il *carve-out* non è soltanto una dismissione o una separazione tecnica, ma diventa una strategia di crescita.

Messaggio chiave Un *carve-out* con *management buy-in* ha successo quando separazione, autonomia operativa e *ownership* manageriale vengono disegnate insieme fin dall'inizio, trasformando il *business* separato in una piattaforma autonoma, focalizzata e capace di creare valore.

Checklist operativa per trasformare la separazione in valore

Per rendere il capitolo maggiormente operativo, la logica di *execution* può essere sintetizzata in una *checklist* per fasi. La *checklist* non sostituisce il piano di separazione, ma aiuta a mantenere allineati *management*, investitori e *advisor* sulle decisioni che determinano la qualità del *carve-out*: quali attività devono essere completate prima del *signing*, quali prima del *closing*, quali sono indispensabili per il *Day* 1 e quali devono guidare la stabilizzazione *post-close*.

Tabella 6 La *checklist* operativa per fasi

Fase	Focus manageriale	Decisioni chiave	*Output* minimo	Rischio da evitare
Pre-signing	Comprendere il perimetro e la tesi di investimento	Cosa entra, cosa resta fuori, quali dipendenze sono critiche	*Perimeter view*, *value case*, *dependency scan*	Sottovalutare complessità non visibili nella *due diligence*
Signing-to-closing	Costruire il piano eseguibile	TOM, TSA, *cutover*, *governance*, ruoli chiave	*Separation roadmap*, TSA *catalogue*, *Day 1 plan*	Arrivare al *closing* con attività critiche non completate
Day 1	Garantire continuità operativa	*Go/no-go*, *escalation*, comunicazioni, controlli minimi	*Readiness dashboard*, *cutover command center*	Trattare il *Day* 1 come evento formale e non operativo
Primi 100 giorni	Stabilizzare e ridurre dipendenze	Priorità di *remediation*, *quick wins*, *retention*, *reporting*	*100-day plan*, TSA *exit tracker*, *Value Creation tracker*	Perdere focus commerciale e manageriale
Standalone	Accelerare la *Value Creation agenda*	Ottimizzazione del modello operativo, crescita, *governance*	*Value creation plan* e KPI di *performance*	Limitarsi a replicare il modello del gruppo cedente

La *checklist* evidenzia un punto essenziale: il *carve-out* non deve essere governato come una sequenza lineare di attività amministrative, ma come una traiettoria di progressiva autonomia. Ogni fase deve ridurre incertezza, aumentare controllo e avvicinare la nuova entità alla capacità di operare senza supporti strutturali dal gruppo originario. Il *management buy-in* diventa efficace quando il team manageriale utilizza questa traiettoria per prendere *ownership* del *business* e non solo per completare adempimenti di separazione.

Domande guida per il management team

Un modo pratico per rafforzare la *ownership* manageriale è tradurre il piano di separazione in domande specifiche per ciascun ruolo chiave. Le domande non hanno una funzione meramente diagnostica: servono a chiarire decisioni, responsabilità e priorità di *execution*. In un *carve-out* con MBI, infatti, CEO, CFO, COO, CHRO e CIO devono essere allineati non solo sul "cosa fare", ma anche sul livello di autonomia atteso, sui rischi accettabili e sulle iniziative da avviare immediatamente dopo il *closing*.

Queste domande aiutano anche a evitare un equivoco frequente: considerare il *management buy-in* come un evento di *governance* successivo alla transazione. In realtà, nei *carve-out* più complessi, il *management* deve essere parte del disegno dell'operazione. Solo così può valutare la qualità del perimetro, contestare assunzioni non realistiche, anticipare rischi di *execution* e costruire una narrativa credibile per l'organizzazione.

Tabella 7 Le domande per il *management team*

Ruolo	Domande prioritarie	Implicazione per il *carve-out*
CEO	Qual è la nuova *equity story*? Quali priorità industriali vanno comunicate subito?	Definisce narrativa, focus strategico e *accountability* complessiva
CFO	Il *business plan* incorpora costi *standalone*, dissinergie, *capex* e TSA?	Garantisce sostenibilità economica e controllo del *cash*
COO	Quali processi devono funzionare senza interruzioni al *Day* 1?	Presidia continuità operativa e livello di servizio
CHRO	Quali ruoli sono critici e quali rischiano di uscire?	Protegge competenze, cultura e *retention*
CIO	Quali sistemi, dati e accessi sono essenziali per operare?	Riduce rischio tecnologico e dipendenze dal gruppo

Errori ricorrenti da evitare

Dall'esperienza sulle operazioni di separazione emerge che molti problemi non derivano da mancanza di analisi, ma da una insufficiente traduzione dell'analisi in decisioni operative. Le informazioni esistono, ma non sempre sono consolidate in un unico piano. Le dipendenze sono note a livello funzionale, ma non sempre hanno *owner*, deadline e soluzione *target*. I TSA vengono negoziati, ma non sempre sono collegati a un piano di uscita. Il *management* è informato, ma non sempre responsabilizzato. Questi errori tendono a manifestarsi dopo il *closing*, quando il tempo per correggerli è più limitato e il *business* è già esposto alla pressione di clienti, fornitori, dipendenti e finanziatori.

Per questo motivo, la *governance* del *carve-out* deve essere progettata per forzare il passaggio da analisi a decisione. Ogni dipendenza critica dovrebbe avere un *owner*, una decisione richiesta, una soluzione attesa, un costo stimato, una data obiettivo e un rischio associato. Ogni servizio transitorio dovrebbe essere collegato a una *milestone* di *exit*. Ogni iniziativa *post-close* dovrebbe essere collegata a un beneficio atteso, a una metrica e a una responsabilità manageriale. Questa disciplina riduce la probabilità che la nuova entità nasca formalmente autonoma ma operativamente fragile.

L'errore più rilevante, tuttavia, è trattare il *carve-out* come una fase separata dalla creazione di valore. Se il piano di separazione viene costruito senza considerare la *value creation agenda*, la nuova società rischia di dedicare i primi mesi esclusivamente alla stabilizzazione, rinviando le iniziative di crescita, efficienza e trasformazione. Al contrario, quando autonomia e valore sono disegnati insieme, il *post-close* diventa il momento in cui la nuova entità inizia a beneficiare della propria focalizzazione: decisioni più rapide, maggiore trasparenza, responsabilità più chiare e un modello operativo più coerente con le ambizioni industriali. La qualità del perimetro, del modello *standalone* e del percorso verso l'autonomia ha una diretta implicazione economica. Costi *standalone*, dissinergie, investimenti per le *capability* mancanti, durata dei TSA, completezza del *management team* e tempi della *value creation* agenda incidono sulla credibilità del *business plan* e sul rischio percepito. Nel MBI, rischio di *execution* e rischio valutativo sono quindi strettamente connessi: un perimetro chiaro, un *management* credibile e un percorso realistico verso l'autonomia possono ridurre l'incertezza; il capitolo successivo analizza come tale rischio si riflette nella determinazione del valore.

3. La valutazione nei Management Buy-In

A cura di Eugenio Morpurgo

3.1 La valutazione nei Management Buy-In

Nel dibattito tra operatori di private equity, *advisor* e imprenditori di frequente prevale la tesi secondo la quale i *management buy-in* (MBI) debbano essere effettuati a sconto rispetto ai *management buy-out* (MBO). Sebbene entrambe le tipologie di operazione prevedano il coinvolgimento diretto del *management* nell'acquisizione, le differenze tra le due fattispecie sono profonde e incidono sul profilo di rischio, sulla struttura finanziaria e sul processo di determinazione del prezzo.

L'argomentazione più ricorrente è che negli MBI il *management* proveniente dall'esterno possegga una minore conoscenza dell'azienda e debba affrontare maggiori rischi di inserimento e integrazione: l'elevata incertezza sulla capacità di gestire in futuro l'azienda *target* dovrebbe tradursi in multipli di acquisizione inferiori.

Un'analisi della letteratura accademica internazionale e di alcune evidenze empiriche disponibili sulle società quotate statunitensi porterebbe in realtà a una conclusione diversa. Non esiste prova di uno sconto sistematico negli MBI, mentre è negli MBO che emerge un potenziale rischio di sottovalutazione. Quest'ultimo è dovuto al vantaggio informativo del *management* interno e alla possibilità per lo stesso di attenuare la spinta competitiva del processo di vendita grazie a un potere negoziale più forte. Il campione di riferimento influenza però in maniera decisiva tale opinione: il tessuto economico, industriale e finanziario statunitense presenta caratteristiche particolari, con un elevato numero di aziende quotate, una forte presenza del *management* nel capitale e una notevole separazione dalla proprietà.

La realtà italiana e dei principali Paesi dell'Europa Continentale è assai diversa e vede una prevalenza di aziende private a capitale familiare gestite dal fondatore o dagli eredi del fondatore, con quote dei *manager* piuttosto ridotte se non inesistenti e una limitata possibilità per questi ultimi di decidere l'esito del processo competitivo.

In questo capitolo cercherò di descrivere per sommi capi i fattori che possono influenzare il processo valutativo da parte degli investitori finanziari nei progetti di MBI e l'esistenza di un eventuale sconto da applicare in tale tipologia di operazioni, con particolare riferimento al contesto italiano.

Fin da subito occorre rilevare che la quantificazione di uno sconto è un compito arduo se non impossibile. La presente ricerca ha censito un buon numero di operazioni di *buy-in* evidenziandone le principali caratteristiche ma da un punto di vista empirico i dati disponibili non consentono di isolare con sufficiente robustezza uno sconto sistematico attribuibile esclusivamente alla natura dell'operazione.

Anzitutto gran parte delle operazioni che coinvolgono il private equity risultano ufficialmente *undisclosed*, senza menzione dei prezzi e dei multipli applicati. Anche ricorrendo a banche dati specializzate, l'accuratezza della rilevazione sarebbe messa in dubbio dall'esistenza di clausole di pagamento differito quali ad esempio gli *earn-outs* o i *waterfall*. In più il confronto con i prezzi e multipli corrisposti nelle operazioni di *buy-out* su transazioni comparabili sconterebbe in moltissimi casi l'eterogeneità delle aziende esaminate, per via della differente dimensione, della natura del *business* e della fase temporale nella quale l'operazione è stata effettuata.

In questa sede riteniamo più utile "entrare nella cucina dell'acquirente" e identificare i fattori soggettivi che influenzano la determinazione del prezzo da parte degli investitori finanziari, sottolineando gli aspetti che possono portare a uno sconto valutativo. Ci concentreremo così sull'atteggiamento e la postura degli investitori finanziari con riferimento a tale tipologia di operazioni.

Il fattore soggettivo di gran lunga più rilevante è il differente grado di rischio percepito dal potenziale acquirente. Negli MBI l'investitore finanziario si trova di fronte all'esigenza di "rimpiazzare" i *manager* di vertice o l'imprenditore cedente, scontando anzitutto una situazione di asimmetria informativa: per quanto accurata possa essere la *due diligence*, la quantità e la qualità dei dati disponibili non potranno essere confrontabili con il patrimonio di conoscenze accumulato negli anni da chi ha vissuto e operato dentro l'azienda. Grandi passi avanti sono stati compiuti a livello di trasparenza da parte delle aziende italiane non quotate, anche grazie a strumenti come le *vendor due diligence* e la gestione digitale delle sessioni di "*data room*" ma, soprattutto nell'ambito di procedure competitive di vendita, il tempo a disposizione del potenziale compratore è tutto sommato limitato. Il ricorso ad analisi in *outsourcing* costituisce un prezioso complemento, tuttavia la scelta valutativa non è delegabile e deve essere basata su elementi cognitivi assorbiti in un orizzonte temporale assai ristretto.

Negli MBI il *business plan* presentato dai venditori non è il vero e proprio piano al quale si ispireranno gli acquirenti, ed è un impianto *ex novo* con elementi di discontinuità aziendale rispetto al passato. Il *track record* della società non viene sconfessato, almeno in tutti quei progetti (la stragrande maggioranza) che non sono *turnaround*; il compratore si trova comunque nell'assoluta necessità di configurare un nuovo corso per la *target* acquisita.

A parità di altre condizioni, l'atteggiamento prevalente da parte degli investitori finanziari è perciò improntato a una maggiore prudenza valutativa nel caso degli MBI, rispetto alla situazione degli MBO classici nei quali spesso vige il principio di "squadra che vince non si cambia".

Vi è poi un fattore di mercato che sembrerebbe favorire la presenza di uno sconto nel *pricing*: un'azienda che richiede un cambiamento manageriale o che presenta un problema acuto di successione imprenditoriale (tipico delle aziende cosiddette "padronali") risulta molto più difficile da vendere tramite una procedura competitiva allargata e registra di norma un numero inferiore di player finanziari interessati, anche se la presenza di compratori strategici con rilevanti sinergie potenziali potrebbe attenuare o compensare interamente questo effetto.

A parità di tecniche valutative utilizzate, ciascun soggetto percepisce il rischio a proprio modo e la determinazione del prezzo è soggetta a tre categorie di fattori che possono agire da *mitigants* o da fattori aggravanti del rischio: gli elementi soggettivi legati alle percezioni del compratore, le caratteristiche dell'azienda *target*, le modalità di pagamento del prezzo con eventuali meccanismi di condivisione del rischio.

La percezione dell'acquirente

Come in tutti i processi valutativi, le percezioni, che rappresentano un fattore soggettivo per eccellenza, influenzano la determinazione del prezzo.

Se l'opinione dell'investitore finanziario è quella di poter provvedere con successo al passaggio manageriale grazie a forti competenze di settore acquisite negli anni, la postura rispetto all'operazione di MBI sarà senz'altro più ottimistica, con criteri valutativi poco o per nulla penalizzanti. Anche se il *track record* è perfettamente consolidato e documentabile, si tratta comunque di un giudizio che contiene elementi di soggettività, dal momento che le dinamiche di crescita e consolidamento di un singolo settore possono rapidamente evolvere e l'esperienza acquisita non è necessariamente utilizzabile in tutti i singoli segmenti e nicchie di un determinato comparto.

L'individuazione del "profilo giusto" candidato alla posizione di nuovo CEO nel MBI può svolge-

re una importante funzione *mitigant*. La percezione dell'acquirente sulla idoneità del candidato si può basare sulla propria rete di conoscenze e referenze e, spesso, con l'ausilio di una società di *executive search*. Tale convinzione è naturalmente rafforzata in presenza di esperienze congiunte sul campo, ossia se in passato investitore e *manager* hanno già operato insieme in settori o operazioni simili.

Un altro potenziale fattore di mitigazione del rischio è costituito dal *track record* dell'investitore nei casi precedenti di *buy-in*: chi ha saputo con successo inserire fin dall'inizio (o in corso d'opera) vertici nuovi nell'azienda acquisita godrà di un vissuto positivo e sarà meno propenso ad applicare sconti rilevanti.

Le caratteristiche della target

Anche le qualità intrinseche dell'azienda da acquisire influenzano in maniera determinante l'entità dello sconto valutativo, fino talvolta ad azzerarla o quasi.

La constatazione è assolutamente intuitiva e può apparire ovvia, ma in alcuni casi l'ottima qualità dell'*asset* riesce a spostare una presa di posizione "*no-go*" dell'investitore a una piena accettazione di una *equity story* basata sulla sostituzione del *top management* esistente. In questo modo aumenta il novero dei potenziali investitori e con esso anche la tensione competitiva nel processo di vendita, con effetti di riduzione o azzeramento dello sconto.

Le caratteristiche aziendali che possono attenuare il rischio sono tipicamente legate alla solidità e stabilità del *business* anche in presenza di importanti cambiamenti e transizioni manageriali.

La presenza di una valida seconda linea di dirigenti, di un sistema avanzato di procedure organizzative e di un *reporting* efficiente e puntuale appartengono a questa categoria e giocano indubbiamente a favore di un'agevole ereditabilità del *business*. Sotto questo aspetto, spesso (ma non sempre) tali requisiti si trovano più agevolmente nelle aziende di maggiori dimensioni.

Parimenti, un *core business* protetto da barriere tecnologiche, geografiche o regolatorie consistenti e con contratti pluriennali, e una base di clienti ben diversificata, mitigano l'effetto *disruptive* di cambiamenti al vertice garantendo, almeno nel breve-medio termine, un discreto grado di resilienza e una vulnerabilità molto minore.

Vi è un altro elemento molto importante collegato alle strategie di *build up* che, come noto, costituiscono sempre più il perno dell'attività dei fondi di private equity. Il ruolo di piattaforma consolidatrice presuppone certi requisiti imprenditoriali e manageriali e un grado di dinamismo e innovazione molto elevato. Anche nei casi di puri *buy-out* la stessa squadra che ha ben gestito negli anni una situazione *standalone* potrebbe trovarsi spiazzata e inadeguata rispetto alla necessità di integrare aziende e culture imprenditoriali differenti. Nelle politiche di *add-on* delle piattaforme è insito un rischio di *execution* sia nel caso dei *buy-out* che dei *buy-in*, e in alcuni casi un team esperto e con competenze specifiche proveniente dall'esterno può interpretare meglio la funzione aggregatrice e di gestione di nuovi equilibri: uno sconto valutativo nel caso dei *buy-in* rispetto ai *buy-out* è in questa fattispecie assai meno fondato.

I metodi di pagamento

Le modalità di pagamento sono un tema fondamentale nel *pricing* delle operazioni di M&A e riflettono il profilo rischio-rendimento stimato dal compratore e dal venditore nel corso delle trattative.

Gli strumenti di pagamento "*contingent*", in sostanza *vendor's loan*, *earn-outs* e parziale reinvestimento in azioni o specifiche clausole di "*waterfall*", possono ridurre o azzerare il gap valutativo tra domanda e offerta, e questo vale sia per le operazioni di *buy-out* che di *buy-in*. A prima vista tale arsenale rimane disponibile in entrambe le situazioni, ma vi sono importanti distinzioni. Nel *buy-out* le misure di *earn-out* e il reinvestimento in azioni vedono come destinatari degli incentivi gli im-

prenditori e *manager incumbent*, con l'obiettivo di ridurre il rischio di asimmetria informativa e allo stesso tempo mantenere per il *post-acquisition* il team di gestione ben motivato e allineato.

Nelle operazioni di *buy-in* i beneficiari degli incentivi (sotto forma di "MIP") vengono, analogamente agli acquirenti "da fuori" e l'asimmetria informativa e il rischio ad essa connesso non si riducono anche se lo schema di premi per il team entrante mantiene intatta la propria funzione di allineamento di interessi.

Si possono senz'altro studiare dei meccanismi premianti per l'imprenditore uscente, ma in questo caso sussiste il rischio per l'investitore finanziario di subire una dispersione e una diluizione del rendimento a favore di un soggetto che non è più coinvolto (o meno coinvolto) nella gestione aziendale. A questo proposito risulta fondamentale che l'imprenditore mantenga un ruolo importante e utile nella vita dell'impresa, seppur con l'ingresso di un nuovo CEO.

Affinché vi sia una mitigazione complessiva del rischio, gli incentivi devono essere utilizzati a favore anche delle seconde linee appartenenti alla "vecchia guardia", con il grande vantaggio di garantire una transizione più rapida ed efficace.

Per quanto riguarda il *vendor's loan* può senz'altro rivelarsi di una certa utilità anche nei *buy-in*, in quanto carica sull'imprenditore cedente un rischio di credito e permette, tramite una leva finanziaria più elevata, una maggior competitività nella formulazione del prezzo. Non cancella e non riduce sensibilmente il rischio insito nell'operazione ma rappresenta un segnale sulla sostenibilità del *business* da parte di chi ha creato l'azienda e l'ha vissuta per anni, e può costituire un utile complemento per chiudere il gap tra domanda e offerta.

Nel complesso, la nostra opinione è che gli strumenti menzionati possano facilitare il quadro negoziale, ma non incidano in maniera decisiva sul grado di rischio dell'operazione.

3.2 Un breve sondaggio

A corredo dell'analisi ho effettuato un rapido sondaggio su un campione di operatori di private equity, regolarmente operanti in Italia su operazioni di maggioranza.

I risultati confermano le osservazioni esposte in precedenza. In particolare, ho rilevato un netto consenso sul fatto che i MBI comportino un rischio di *execution* superiore rispetto a un MBO con *management* già consolidato. Non emerge però una regola di mercato per uno "sconto MBI" automatico. Più della metà degli intervistati dichiara che il maggior rischio viene effettivamente prezzato, ma in modo implicito, gestito caso per caso e non standardizzato.

È interessante notare che vi è un numero ristretto ma non trascurabile di soggetti che adottano una decisione *no-go* rispetto alle operazioni di *buy-in*, ossia le escludono a priori dal proprio perimetro di interesse.

Tra i fattori di attenuazione del rischio spicca dal sondaggio come elemento prevalente la qualità del *management* incaricato di gestire l'operazione, seguito dal *track record* del fondo nel settore di riferimento.

Per quanto riguarda la struttura e le condizioni dell'operazione, oltre al prezzo, il *vendor's loan* viene frequentemente citato e in alcuni casi preferito all'*earn-out*, che può portare a un'asimmetria di interessi, dato che chi ha ceduto non gestisce più l'azienda o comunque ha un ruolo minore rispetto a prima. Il reinvestimento ("*rollover*") del venditore viene considerato di norma abbastanza efficace, dal momento che mantiene il venditore economicamente esposto e facilita il passaggio di consegne. Tra le protezioni contrattuali, la clausola di non concorrenza riveste infine una notevole importanza.

4. Il finanziamento delle operazioni di Management Buy-In

A cura di Matteo Zenari

Come da prassi nelle acquisizioni aziendali, chi apporta capitali sotto forma di mezzi propri svolge le proprie analisi propedeutiche all'investimento considerando prima il potenziale di crescita aziendale e successivamente analizzando i fattori di rischio e le loro eventuali mitigazioni; il sottoscrittore del finanziamento svolge, invece, le proprie analisi invertendo la priorità delle due considerazioni precedenti.

Attorno a questo banale e intuitivo concetto si concretizzano i diversi approcci che tipicamente i finanziatori applicano nelle proprie analisi in occasione dei *management buy-out* rispetto a quelli dei *management buy-in*.

I *management buy-in* potrebbero necessitare di un approccio più prudente, in quanto l'operazione di cambio dell'azionista coincide anche con quella di sostituzione del *management*, dove quest'ultimo proviene da un contesto esterno all'azienda. La continuità manageriale viene pertanto meno e le protezioni al ribasso devono avere quindi maggiori punti di ancoraggio nel *business* aziendale stesso, al fine di tutelare maggiormente i finanziatori.

Sebbene sia difficile fare delle stime precise sulle leve applicate nei differenti contesti, visto l'approccio *custom made* su ogni singola transazione, settore, dimensione e profilo di *business*, è facilmente riscontrabile che nei *buy-in* ci sia in media un livello di ricorso alla leva finanziaria inferiore rispetto a quello nei *buy-out*.

Molto spesso, se lo strumento di finanziamento fosse un *bond*, si potrebbe riscontrare che non solo la leva sia più contenuta, ma che venga anche applicato un "premio" per il rischio, che va ad aumentare il rendimento richiesto dagli investitori, proprio per giustificare il maggior rischio connesso all'operazione; anche le banche potrebbero fare considerazioni analoghe.

In aggiunta, l'investitore in mezzi propri cerca di negoziare dei parametri di monitoraggio del finanziamento ("*covenant*") e le possibili deviazioni ("*headroom*") più elevati rispetto ad un *buy-out* tradizionale, in quanto ci potrebbe essere un maggior scarto sulle stime di *performance* aziendale quantificate da un *manager* che di fatto non ha gestito lo specifico *business* fino a quel momento.

Ci sono poi una serie di fattori collegati alla strutturazione dell'operazione di un *management buy-in* che possono andare ulteriormente ad incidere sul maggior rischio percepito per un finanziatore e che quindi possono condurre ad un grado di leva inferiore, tra questi a titolo esemplificativo alcuni sono: (i) operazione di *buy-in* che coincide con un *carve-out* di ramo d'azienda, (ii) *buy-in* che coincide con un'acquisizione di un'altra azienda, (iii) *buy-in* di un'azienda quotata, (iv) *buy-in* di un'azienda che ha un *business* che negli anni antecedenti all'operazione ha avuto un sensibile cambio di *performance* e (v) se nel cambio di azionista il venditore non re-investe assieme al nuovo azionista. Alcuni di questi fattori si possono presentare in forma singola, ma anche congiuntamente.

Carve-out

In questa fattispecie di operazioni di *buy-out*/in un ulteriore elemento di attenzione deve andare sia sulla ricostruzione numerica del *business* oggetto dell'operazione, che fino a quel momento molto

spesso è rappresentato da una sola *business unit* con numeri non *audited*, sia su eventuali contratti di servizio ("*Master Service Agreement*") che la *corporate* cedente andrà a stipulare per mantenere pro tempore alcune funzioni aziendali, fintanto che queste non vengono ripristinate *standalone*.

Non è un caso che, infatti, molto spesso in questa tipologia di operazioni la società cedente rimanga investita a fianco del nuovo azionista, anche con quote di partecipazione significative (ie. fino al 50%).

Molto spesso, anche per integrare le fonti di finanziamento ordinario, il cedente supporta l'acquisizione del compratore con *vendor loan financing*, che di fatto non solo integra le fonti di *financing*, ma garantiscono maggiore continuità ed allineamento di interessi tra i diversi soci aziendali.

È frequente anche trovare il finanziamento per l'acquisizione dei *carve-out* offerto sotto forma di *staple financing*, dove viene concesso alle banche che agiscono nella vendita come *advisor* finanziario un maggior e più esteso tempo di analisi, in modo da mitigare il maggior rischio connesso all'operazione.

Buy-in con add-on

Molto spesso può succedere che un imprenditore decida di aprire il capitale aziendale in concomitanza di una possibile acquisizione di una *target*, rendendosi conto che magari al proprio interno non ci sono le sufficienti competenze manageriali per portare a termine l'operazione di acquisizione e la successiva gestione integrata.

Il ricorso ad un *manager* esterno che realizzi il suddetto progetto ha un grado di rischio maggiore, in quanto le incognite aziendali sono duplicate, oltre al fatto che la stima di possibili sinergie potrebbe risultare maggiormente complicata per una persona terza alle due realtà aziendali che si vanno a sommare.

Buy-in azienda quotata

In questa fattispecie, le possibili maggiori complessità per un *management* terzo nello svolgere le necessarie analisi di *due diligence* provengono dalle limitazioni alle informazioni che una azienda quotata e/o il suo azionista di riferimento possono dare ad una specifica controparte prima di ricevere un'offerta.

Anche in questo caso può avvenire che, per semplificare la strutturazione del finanziamento, la banca che svolge l'*advisor* finanziario per la vendita offra all'acquirente uno *staple financing*.

Buy-in di un business con volatilità

La decisione di monetizzare un *business* che ha performato molto bene nel recente passato, in discontinuità magari con un passato meno prossimo, ovvero di cedere un *business* non ritenuto più strategico o per un azionista o per un gruppo aziendale (ie. *carve-out*), può presentare meno punti di ancoraggio su una continuità aziendale che potrebbe mitigare il maggior rischio di strutturare un finanziamento per l'acquisizione, ancor più se guidata da un nuovo *management*.

Non è infrequente, infatti, che accada che in *business* con forte crescita rispetto ad un trend di più lungo periodo, la leva all'acquisizione non sia considerata sugli ultimi dati di *performance* aziendale, ma piuttosto su una media storica, lasciando magari in un lasso di tempo sufficiente per consolidare il trend di crescita, la possibilità di effettuare un *re-leverage*; ovvero che in *business* con *performance* mediocri l'acquisizione venga effettuata tutta ad *equity* ed anche in questo caso lasciata ad una fase successiva la possibilità di strutturare un finanziamento con la distribuzione di un dividendo straordinario, solo una volta che la *performance* aziendale è tornata a livelli soddisfacenti.

Buy-in con azionista venditore che non coinveste

L'assenza di un reinvestimento, anche se parziale, da parte di un azionista cedente, in concomitanza con l'innesto di un nuovo *management team*, può portare ad una maggiore prudenza da parte dei finanziatori dell'operazione di acquisto, percependo non solo una discontinuità aziendale, ma anche di *governance* come ulteriore elemento di rischio.

Non è oggetto di analisi di questo capitolo, ma in operazioni che possono presentare questa casistica, non è sporadico vedere nei contratti di acquisizione tra i soci clausole di *put & call*, in modo da dare maggiore continuità di *governance* pro tempore ed allo stesso tempo dare certezza di uscita totalitaria al venditore solo una volta che il *business* si è stabilizzato post cambio di azionista.

Se dovessero essere presenti queste clausole contrattuali, il finanziamento per l'acquisizione potrebbe prevedere delle forme di supporto finanziario per far fronte al futuro esborso economico in concomitanza della regolazione dei suddetti accordi di *put & call*.

In conclusione, per quanto ogni tipologia di finanziamento per l'acquisto di una società presenti delle caratteristiche di unicità, che rende difficile fornire dei dati realistici, legate sia alla tipologia di *business* sottostante e sia alla tipologia di operazione di M&A che si realizza, si può sintetizzare che nei *buy-in* mediamente, essendoci un ulteriore elemento di incertezza legato alla discontinuità manageriale, la leva finanziaria e/o le clausole contrattuali del finanziamento possono essere maggiormente conservative.

5. Capitale umano e finanziario: un'opportunità per i manager di diventare imprenditori

A cura di Bruno Pastore, Vittorio Villa

5.1 Prefazione

Il tessuto imprenditoriale italiano sta attraversando una fase di profonda trasformazione.

Crescita dimensionale, ricambio generazionale, internazionalizzazione, innovazione tecnologica e consolidamento settoriale stanno ridefinendo in modo strutturale il rapporto tra capitale, impresa e *management*.

In questo scenario, il private capital si conferma non soltanto come fonte di risorse finanziarie, ma come abilitatore di sviluppo, acceleratore di cambiamento e catalizzatore di nuove *leadership*.

La creazione di valore non dipende infatti esclusivamente dalla disponibilità di capitale, ma dalla capacità di attrarre, valorizzare e responsabilizzare persone in grado di guidare l'impresa attraverso contesti complessi e in continua evoluzione.

È in questa prospettiva che il confine tra *manager* e imprenditore appare oggi sempre meno netto.

La tradizionale distinzione tra chi gestisce e chi rischia, tra chi esegue e chi decide di investire, tende progressivamente a sfumare, lasciando spazio a modelli di *leadership* più evoluti, in cui competenze manageriali e spirito imprenditoriale convergono.

Come evidenziato da Goeta e Ferrè in "Da *Manager* a Imprenditore", il passaggio da una logica manageriale a una logica imprenditoriale rappresenta anzitutto un cambio di paradigma: non si tratta solo di assumere maggiori responsabilità operative, ma di sviluppare una diversa relazione con il rischio, con il capitale e con la creazione di valore nel lungo termine.

Questa evoluzione è particolarmente evidente nelle operazioni di investimento, crescita e transizione proprietaria che caratterizzano il mercato del private equity.

Operazioni quali *management buy-out* e *management buy-in* rappresentano esempi concreti di questa trasformazione: momenti nei quali il *management* cessa di essere esclusivamente esecutore della strategia e diventa protagonista diretto del progetto industriale e finanziario.

Comprendere le diverse figure che operano in questo ecosistema – *manager*, imprenditori, *manager*-imprenditori e sponsor finanziari – significa leggere in profondità le dinamiche che oggi governano lo sviluppo delle imprese.

Ciò che distingue questi attori non è soltanto il ruolo ricoperto, ma il diverso equilibrio tra visione, capacità esecutiva e propensione al rischio. In ultima analisi, è proprio nella combinazione tra capitale e *leadership* che si genera il vero vantaggio competitivo.

Ed è nella qualità di questa combinazione che si misurerà sempre di più la capacità del sistema imprenditoriale italiano di crescere, innovare e competere su scala internazionale.

Nel periodo post-Covid, il mercato del private capital ha evidenziato un'elevata disponibilità di capitale finanziario e un'abbondanza di *asset* aziendali sul mercato, spinti da processi di discontinuità, riorganizzazione e ricambio proprietario.

In questo contesto, il vero elemento di scarsità è invece il capitale umano, sempre più determinante e non sempre adeguato alle complessità delle operazioni di investimento e trasformazione industriale.

5.2 La propensione al rischio del capitale umano riflessa nelle varie tipologie di operazioni e di operatori

Management Buy-Out (MBO)

Nel MBO, la propensione al rischio del *management* è generalmente medio-alta. La conoscenza approfondita dell'impresa, del mercato e delle dinamiche organizzative costituisce un importante elemento di mitigazione dell'incertezza, ma non elimina il rischio assunto dal *management*, che passa da una responsabilità prevalentemente gestionale a una partecipazione diretta al rischio economico dell'investimento. La propensione al rischio si manifesta quindi nella disponibilità a impegnare capitale proprio e ad assumere la responsabilità dei risultati industriali e della creazione di valore.

Profilo di rischio

- *Propensione al rischio: medio-alta;*
- *Rischi prevalenti: patrimoniale, strategico e operativo;*
- *Elemento mitigante: conoscenza diretta dell'impresa e continuità gestionale.*

Management Buy-In (MBI)

Nel MBI, la propensione al rischio del *management* tende a essere più elevata rispetto al MBO, poiché all'esposizione economica dell'investimento si aggiunge un maggiore grado di incertezza legato all'ingresso in un'organizzazione nuova. Il *manager* deve infatti assumere il rischio connesso alla capacità di comprendere rapidamente il contesto aziendale, guidare il cambiamento e costruire credibilità nei confronti dell'organizzazione e degli *stakeholder*. La componente patrimoniale si accompagna pertanto a un significativo rischio strategico, esecutivo e relazionale.

Profilo di rischio

- *Propensione al rischio: alta;*
- *Rischi prevalenti: patrimoniale, strategico, organizzativo e reputazionale;*
- *Elemento distintivo: elevata incertezza legata all'assenza di continuità manageriale.*

CEO Manager

Nel caso del CEO *manager*, la propensione al rischio è generalmente medio-bassa, in quanto l'esposizione economica personale è normalmente limitata o assente. Il rischio assunto è prevalentemente legato alla responsabilità professionale e alla capacità di conseguire gli obiettivi aziendali, con una componente reputazionale ed esecutiva significativa. Il rendimento è principalmente riconducibile alla componente retributiva, fissa e variabile, piuttosto che alla partecipazione diretta al capitale.

Profilo di rischio

- *Propensione al rischio: medio-bassa;*
- *Rischi prevalenti: professionale, reputazionale ed esecutivo;*
- *Elemento distintivo: limitata esposizione patrimoniale.*

Manager-imprenditore

Il *manager*-imprenditore rappresenta l'evoluzione del *manager* tradizionale. Alle competenze manageriali affianca infatti la disponibilità a investire capitale proprio e a condividere il rischio economico

dell'iniziativa. La sua propensione al rischio risulta significativamente più elevata rispetto a quella del *manager* tradizionale, pur mantenendo un approccio razionale e strutturato nella gestione dell'incertezza. Questa figura trova la propria espressione naturale nelle operazioni di *management buy-in* e nei processi di successione imprenditoriale, dove competenze gestionali e capacità imprenditoriale devono convivere.

Profilo di rischio

- *Propensione al rischio: medio-alta / alta;*
- *Rischi prevalenti: operativo, strategico, patrimoniale e reputazionale;*
- *Elemento distintivo: partecipazione diretta al capitale e condivisione del rischio imprenditoriale.*

Sponsor finanziario

La propensione al rischio dello sponsor finanziario è variabile in funzione della strategia di investimento e della tipologia di operazione. Pur assumendo un'esposizione diretta al rischio economico, lo sponsor affronta l'incertezza attraverso strumenti e processi strutturati di valutazione e gestione del rischio, tra cui *due diligence*, *governance*, monitoraggio e diversificazione del portafoglio. L'intensità del rischio assunto tende a crescere nelle operazioni caratterizzate da maggiore incertezza operativa e manageriale, come il venture capital e, in determinati contesti, il *management buy-in*, mentre risulta generalmente più contenuta nelle operazioni di *buy-out* o *growth capital* con maggiore prevedibilità dei risultati.

Profilo di rischio

- *Propensione al rischio: variabile, da medio-alta ad alta;*
- *Rischi prevalenti: finanziario, di investimento e di portafoglio;*
- *Elemento distintivo: assunzione diretta del rischio economico, mitigata da processi strutturati di valutazione, governance e monitoraggio.*

5.3 Aspettative a confronto

Il punto di vista dei manager e quello degli sponsor finanziari

Villa & Partners Human Capital Solutions ha condotto la *survey Be Entrepreneur* su un campione di circa 300 *manager*, con l'obiettivo di approfondire aspettative, motivazioni e priorità di coloro che guardano al *management buy-in* come possibile evoluzione del proprio percorso professionale e imprenditoriale.

Dal confronto con la *survey* AIFI, che raccoglie il punto di vista degli operatori di private equity, emerge una sostanziale convergenza sui fattori alla base del successo di un MBI: esperienza manageriale, conoscenza del settore, capacità di guidare la crescita e disponibilità a condividere il rischio imprenditoriale. Le differenze emergono invece nelle aspettative rispetto al ruolo e alla relazione tra *management* e sponsor finanziario.

Il MBI si configura, infatti, come un processo di selezione reciproca. Se per gli investitori assumono particolare rilevanza il *track record* del *manager*, la conoscenza del settore e la capacità di gestire percorsi di crescita, internazionalizzazione e sviluppo per linee esterne, i *manager* valutano a loro volta la solidità dello sponsor, la qualità dei partner e la credibilità del progetto industriale.

Un ulteriore elemento di convergenza riguarda la partecipazione al capitale e la condivisione del

rischio. Il co-investimento rappresenta per gli sponsor uno strumento di allineamento degli interessi e, al tempo stesso, un indicatore concreto del *commitment* del *manager*. La disponibilità a investire capitale proprio segnala infatti la volontà di assumere direttamente una parte del rischio e di condividere con l'investitore non solo i risultati, ma anche le responsabilità dell'operazione.

Per il *manager*, la partecipazione al capitale assume una valenza ancora più ampia: rappresenta il passaggio da un ruolo prevalentemente gestionale a una dimensione propriamente imprenditoriale, nella quale competenze, responsabilità, rischio e potenziale creazione di valore risultano direttamente interconnessi.

5.4 Il percorso di trasformazione del manager verso un ruolo imprenditoriale

La valutazione del manager-imprenditore

Se esperienza manageriale, conoscenza del settore e *track record* rappresentano prerequisiti consolidati, nella selezione per un *management buy-in* assume particolare rilevanza la capacità del *manager* di operare in una dimensione imprenditoriale. Oltre ai risultati conseguiti, diventa quindi importante comprendere come il candidato prende decisioni, affronta il rischio, esercita la *leadership* e gestisce situazioni di discontinuità. Accanto alle competenze tecniche e alla conoscenza dell'*industry*, assumono rilievo l'attitudine imprenditoriale, la capacità di *execution*, la *leadership* e la disponibilità a mettersi personalmente in gioco. Altrettanto importante è la capacità di costruire relazioni efficaci con l'imprenditore uscente, con lo sponsor finanziario e con l'organizzazione, elementi che possono incidere significativamente sul successo della transizione. In questo contesto, anche l'*Executive Search* svolge un ruolo che va oltre la verifica del curriculum. La valutazione deve cercare di comprendere l'effettivo livello di responsabilità assunto dal *manager* nelle esperienze precedenti, il modo in cui ha ottenuto i risultati dichiarati e la sua capacità di gestire persone, *stakeholder* e situazioni di cambiamento.

La selezione non riguarda quindi necessariamente il "miglior *manager*" in assoluto, ma il *manager* più coerente con lo specifico contesto dell'operazione, con la fase evolutiva dell'impresa e con le caratteristiche dell'imprenditore e dello sponsor finanziario.

Quando competenze e capacità relazionali fanno la differenza

L'esperienza di operazioni di MBI mostra come il successo del *manager* dipenda da una combinazione di competenze professionali, capacità imprenditoriali e qualità relazionali. Quattro casi, diversi per caratteristiche e dinamiche, aiutano a evidenziare questo punto: due riguardano *manager industry Expert* che hanno saputo trasformare la conoscenza del settore in capacità di guida dell'impresa; un terzo riguarda un *industry Expert* che, pur disponendo di solide competenze tecniche, non è riuscito ad adattarsi al contesto imprenditoriale; il quarto, infine, riguarda un *manager* non *industry Expert* che ha compensato la minore conoscenza specifica del settore con una forte capacità relazionale e di gestione della successione.

Nei primi due casi, la conoscenza dell'*industry* si è rivelata un fattore di successo perché accompagnata da capacità di *execution*, *leadership* e forte *commitment* personale. I *manager* hanno assunto rapidamente la guida dell'azienda, costruendo un rapporto efficace con l'imprenditore e con lo sponsor finanziario e dimostrando la disponibilità a mettersi direttamente in gioco nel nuovo progetto imprenditoriale.

Il terzo caso evidenzia invece il limite della sola *industry expertise*. Il *manager* conosceva bene il settore, ma proveniva da un contesto multinazionale e ha incontrato difficoltà nell'adattare il proprio

approccio a un'azienda a forte impronta imprenditoriale. La distanza tra il suo modo di operare e le esigenze del nuovo contesto ha progressivamente compromesso il rapporto con il fondatore. L'esperienza dimostra quindi che, oltre a cosa il *manager* conosce, è fondamentale comprendere come lavora e in quale ambiente ha maturato la propria esperienza.

Il quarto caso presenta una dinamica opposta. Il *manager* non era un *industry Expert*, ma ha dimostrato una particolare capacità di comprendere la personalità dell'imprenditore e di costruire con lui un rapporto di fiducia. Questo gli ha consentito di accompagnare gradualmente il fondatore nel passaggio di consegne e verso un nuovo ruolo, fino all'uscita dall'operatività. In questo caso, la capacità relazionale e la sensibilità nella gestione della transizione si sono rivelate più determinanti della conoscenza specifica del settore.

I quattro casi mostrano quindi che non esiste un unico profilo di *manager* ideale per un MBI. L'*industry expertise* può essere un importante elemento di successo, ma non è sufficiente in assenza di capacità di *execution*, *leadership*, adattamento e attitudine imprenditoriale. Allo stesso modo, una minore conoscenza specifica del settore può essere compensata da solide competenze manageriali e, soprattutto, dalla capacità di costruire relazioni efficaci con l'imprenditore, lo sponsor e l'organizzazione. Questi elementi, difficilmente valutabili attraverso il solo curriculum, rendono particolarmente importante un processo di *Executive Search* capace di approfondire non soltanto il *track record* del candidato, ma anche il contesto nel quale ha maturato le proprie esperienze, il modo in cui ha ottenuto i risultati e la sua capacità di adattarsi alla specifica realtà dell'operazione.

5.5 Conclusione: una convergenza che rafforza il mercato del Management Buy-In

Nel loro insieme, le due indagini restituiscono un'immagine coerente dell'evoluzione del mercato del *management buy-in*. Se da un lato emerge un ampio consenso sui fattori che favoriscono il successo di un'operazione – esperienza manageriale, competenze distintive, allineamento degli interessi e partecipazione al rischio d'impresa – dall'altro risulta evidente come il valore del MBI si fondi sempre più sulla capacità di costruire una partnership solida tra sponsor finanziario e *management*.

Le evidenze raccolte suggeriscono infatti che il *management buy-in* stia progressivamente evolvendo da un modello incentrato prevalentemente sulla selezione del *manager* giusto a uno in cui assumono un ruolo sempre più centrale la qualità della relazione tra le parti, la condivisione degli obiettivi strategici e la costruzione di un'effettiva convergenza di interessi. In questo percorso, il co-investimento rappresenta molto più di uno strumento di incentivazione: costituisce un segnale tangibile del *commitment* imprenditoriale del *manager* e uno degli elementi attraverso cui gli investitori valutano la reale disponibilità a condividere rischio, responsabilità e creazione di valore. Allo stesso tempo, il successo dell'operazione non dipende esclusivamente dalla qualità della selezione iniziale. La definizione di una *governance* chiara, la capacità di affrontare in modo trasparente le inevitabili divergenze che emergono durante la negoziazione e l'investimento nella crescita del *management* attraverso percorsi di confronto, *mentoring* e accompagnamento rappresentano fattori sempre più determinanti per favorire la trasformazione del *manager* in un autentico *manager*-imprenditore. Più che evidenziare divergenze tra le prospettive di investitori e *manager*, il confronto mette quindi in luce la loro sostanziale complementarità. Le aspettative dei *manager* e le esigenze degli sponsor finanziari convergono verso un modello di collaborazione fondato su fiducia reciproca, responsabilità condivisa, chiarezza dei ruoli e allineamento degli incentivi. È proprio questa evoluzione della relazione, prima ancora che della struttura finanziaria dell'operazione, a rappresentare uno dei principali segnali di maturità del mercato italiano del *management buy-in* e una delle condizioni che possono sostenerne l'ulteriore sviluppo.

6. Le operazioni di Management Buy-In: inquadramento e struttura contrattuale

A cura di Roberta Dimaggio, Guido Testa

6.1 L'acquisizione della società target nelle operazioni di MBI: brevi cenni

Le operazioni di *management buy-in* (di seguito, "MBI") rappresentano una tipologia di acquisizione societaria nella quale un team manageriale esterno – ossia non già legato da rapporti di lavoro subordinato o di collaborazione con la società *target* – partecipa all'acquisizione di quest'ultima, tipicamente con il supporto finanziario di uno o più fondi di private equity. L'operazione si distingue dal più noto *management buy-out* (di seguito, "MBO"), in cui sono i *manager* già in carica presso la società *target* a promuovere l'acquisizione, potendo contare su una conoscenza approfondita dell'impresa e delle sue dinamiche operative.

La struttura tipica di un'operazione di MBI prevede la costituzione di una società veicolo (*Special Purpose Vehicle* o "NewCo"), partecipata congiuntamente dal fondo di private equity – in qualità di investitore di maggioranza – e dal team manageriale entrante, che co-investe con risorse proprie in una quota minoritaria del capitale. La NewCo procede quindi all'acquisizione della società *target*, facendo ricorso, oltre che all'*equity* conferito dai soci, a forme di indebitamento (*senior debt*, finanziamento mezzanino) nel rispetto di quanto previsto dall'art. 2501-*bis* c.c. in materia di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (c.d. *leveraged buy-out* o "LBO") e dall'art. 2358 c.c. in tema di assistenza finanziaria.

6.1.1 Le principali modalità di acquisizione: share deal o asset deal

Sotto il profilo delle modalità di acquisizione della società *target*, le operazioni di MBI possono strutturarsi come *share deal* ovvero come *asset deal*. Nel primo caso, la NewCo acquisisce le partecipazioni sociali (azioni o quote) rappresentative del capitale sociale della *target*, subentrando nella posizione del socio cedente. Nel secondo caso, oggetto dell'acquisizione è l'azienda (o un ramo di essa) quale complesso organizzato di beni e servizi e, nella prassi, la vendita è spesso preceduta da operazioni riorganizzative preliminari volte a realizzare il c.d. *carve-out* del perimetro oggetto di cessione, quali, ad esempio, il conferimento del ramo d'azienda in una società di nuova costituzione ovvero la scissione mediante scorporo ai sensi dell'art. 2506.1 c.c., i cui profili fiscali sono approfonditi al paragrafo 8.2.1.

Lo *share deal* costituisce la modalità di gran lunga prevalente nelle operazioni di MBI effettuate da fondi di private equity. Tale preferenza si giustifica per una pluralità di ragioni: (i) la successione universale in tutti i rapporti giuridici della *target*, senza necessità di consenso individuale delle controparti contrattuali (fatte salve le clausole di *change of control*); (ii) la possibilità per il cedente di beneficiare del regime di *participation exemption* di cui all'art. 87 TUIR, con esenzione del 95% della plusvalenza realizzata; (iii) la conservazione della continuità aziendale, con minori impatti operativi e reputazionali.

L'*asset deal* (cessione d'azienda o di ramo d'azienda), per converso, comporta l'applicazione della disciplina di cui agli artt. 2556 e ss. c.c., con particolare riferimento: alla tutela dei lavoratori ai sensi

dell'art. 2112 c.c. (continuità del rapporto di lavoro); alla responsabilità solidale per i debiti aziendali anteriori al trasferimento ex art. 2560 c.c.; nonché al diverso trattamento fiscale (imposta di registro proporzionale *versus* imposte indirette in misura fissa). Tali elementi rendono l'*asset deal* meno frequente nel contesto delle operazioni di MBI, sebbene possa risultare preferibile in ipotesi di acquisizione selettiva di specifici rami d'azienda o di ristrutturazione industriale ovvero di situazioni in cui sia necessaria da parte dell'acquirente una particolare cautela per i debiti e le passività dell'azienda acquisita. Per tali ragioni, nella prassi si preferisce spesso realizzare l'acquisizione dell'azienda o del ramo d'azienda mediante un conferimento preliminare seguito dalla cessione delle partecipazioni della società conferitaria, struttura che consente, tra l'altro, di beneficiare del certificato di cui all'art. 14 del D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 472, con conseguenti vantaggi in termini di delimitazione della responsabilità per i debiti fiscali pregressi della conferente.

6.1.2 Il problema dell'asimmetria informativa e i principali meccanismi di mitigazione: earn-out, dichiarazioni e garanzie, patto di non concorrenza

Una delle criticità peculiari delle operazioni di MBI che si riscontra sin dalla fase di *due diligence* risiede nell'asimmetria informativa che caratterizza la posizione del team manageriale entrante. A differenza di quanto accade nelle operazioni di MBO, ove i *manager*-acquirenti dispongono di una conoscenza diretta e approfondita della società *target* avendola gestita fino a quel momento, nelle operazioni di MBI il *management* entrante – pur potendo vantare una competenza professionale qualificata – non possiede informazioni di prima mano sulle specifiche dinamiche aziendali, sullo stato dei rapporti contrattuali, sulla situazione patrimoniale e finanziaria effettiva, nonché su eventuali passività latenti della società *target*. Tale asimmetria informativa viene tipicamente mitigata attraverso una pluralità di meccanismi contrattuali.

In primo luogo, il meccanismo di *earn-out* consente di subordinare una porzione del corrispettivo di acquisizione al raggiungimento di determinati obiettivi di *performance* futuri (tipicamente espressi in termini di EBITDA, fatturato o altri KPI concordati). Sotto il profilo della qualificazione giuridica nell'ordinamento italiano, la clausola di *earn-out* è stata variamente ricondotta alla figura della condizione sospensiva (art. 1353 c.c.) ovvero dell'obbligazione condizionale, con rilevanti implicazioni in punto di contenzioso sulla determinazione e sul calcolo della componente variabile del prezzo.

In secondo luogo, le dichiarazioni e garanzie (*representations and warranties*) rappresentano lo strumento cardine per la ripartizione del rischio nelle operazioni di M&A. Il venditore rilascia dichiarazioni e garanzie circa la situazione della società *target* (veridicità dei bilanci, regolarità fiscale, assenza di contenziosi rilevanti, titolarità della proprietà intellettuale, conformità dei contratti rilevanti, regolarità dei rapporti di lavoro), impegnandosi a indennizzare l'acquirente per le perdite derivanti dalla non veridicità di tali dichiarazioni e garanzie. Nel sistema italiano, la dottrina e la giurisprudenza hanno progressivamente riconosciuto l'autonomia di tali clausole rispetto alla garanzia per vizi di cui all'art. 1497 c.c., qualificandole come obbligazioni autonome di indennizzo (*indemnity*). Si segnala, inoltre, la crescente diffusione delle polizze assicurative *Warranty & Indemnity* (W&I) – anche per operazioni su società di dimensioni medio-piccole – che consentono di trasferire il rischio di violazione delle dichiarazioni e garanzie a un soggetto terzo assicuratore. Sotto il profilo fiscale, la qualificazione dell'eventuale indennizzo – corrisposto al verificarsi di specifiche violazioni di dichiarazioni e garanzie – quale aggiustamento del prezzo di cessione ovvero quale posta risarcitoria autonoma, assume rilievo significativo ai fini della relativa tassazione in capo alle parti[2].

[2] In considerazione del fatto che sono di norma considerati una rettifica in aumento o in diminuzione del corrispettivo pattuito per la cessione delle partecipazioni, gli aggiustamenti prezzo, da un punto di vista fiscale, incidono sulla determinazione della plusvalenza (o minusvalenza) imponibile in capo al venditore e sul costo fiscalmente riconosciuto della partecipazione in capo al soggetto acquirente, che dunque varia nel corso del tempo.

Nel contesto delle operazioni di MBI, il patto di non concorrenza – spesso assistito da una sostanziosa penale in caso di violazione – vincola il venditore (e, ove applicabile, il *management* uscente) a non svolgere attività in concorrenza con la società *target* per un determinato periodo e in un determinato ambito territoriale. L'art. 2596 c.c. impone che tali patti siano circoscritti a una zona o a un'attività determinata e non possano eccedere la durata di cinque anni. Nel contesto delle operazioni di MBI, il patto di non concorrenza assolve alla funzione di proteggere il valore dell'investimento, garantendo al nuovo *management* un contesto competitivo preservato dall'interferenza del cedente.

6.2 L'accordo di investimento e il patto parasociale: alcune clausole tipiche

La disciplina dei rapporti tra fondo di private equity e team manageriale nelle operazioni di MBI si articola tipicamente attraverso due strumenti contrattuali fondamentali: l'accordo di investimento e il patto parasociale.

L'accordo di investimento disciplina i termini e le condizioni dell'investimento del fondo di private equity e del *management*, definendo la struttura del capitale, i diritti di *governance*, le condizioni sospensive (*conditions precedent*), nonché gli eventuali obblighi di finanziamento delle parti.

Il patto parasociale, disciplinato dall'art. 2341-*bis* c.c., regola i rapporti tra i soci (fondo e *management*) durante la vita dell'investimento. La norma individua tre categorie di patti parasociali: (a) patti aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto; (b) patti che pongono limiti al trasferimento delle partecipazioni e disciplinano l'*exit* dall'investimento; (c) patti aventi per oggetto o per effetto l'esercizio di un'influenza dominante. Il legislatore ha fissato un limite di durata massima di cinque anni (salvo si tratti di s.r.l.), rinnovabile, e ha previsto obblighi di pubblicità e comunicazione per le società quotate. Nelle operazioni di MBI, il patto parasociale assume una rilevanza cruciale, in quanto

---

Aspetto centrale della fiscalità degli aggiustamenti prezzo è il momento impositivo. Mentre il prezzo "fisso" è infatti tassato in capo al venditore al *closing*, l'*earn-out* concorre negli esercizi in cui il diritto diventa certo nell'*an* e determinato nel *quantum*. Qualora il cedente sia una persona fisica è bene precisare che nell'anno in cui interviene la cessione la plusvalenza si considera fiscalmente realizzata e, pertanto, si cristallizza il regime impositivo applicabile alla stessa, mentre nell'anno in cui avviene l'incasso la plusvalenza viene tassata e diventano dovute le relative imposte.

Un elemento di criticità dei meccanismi di *earn-out*, nel caso in cui il cedente sia una persona fisica, è la possibile riqualificazione in reddito da lavoro, con conseguente maggiore tassazione. Risulta dunque essenziale definire i termini contrattuali in linea con quelle che sono le caratteristiche tipiche di tale previsione finanziaria.

Venendo agli indennizzi, essendo pagati al verificarsi di specifiche violazioni di dichiarazioni e garanzie (*representations & warranties*) o di altri eventi contrattualmente previsti, questi presentano una qualificazione fiscale più delicata. Se, infatti, l'indennizzo è strettamente collegato e commisurato a una perdita di valore della partecipazione ceduta, può essere trattato anch'esso come una riduzione retroattiva del prezzo di cessione. Diversamente, nel caso in cui questo ha natura risarcitoria autonoma (ad esempio a copertura di danni emersi in capo alla società *target*, non direttamente riferibili al valore delle azioni), può essere qualificato come provento/costo a sé stante, con un trattamento fiscale differente e potenzialmente rilevante ai fini IRES/IRAP per la parte che lo riceve.

Elementi chiave che le prassi e la giurisprudenza tendono a valorizzare per la qualificazione delle predette componenti sono: la formulazione contrattuale della clausola, la sua diretta riferibilità al prezzo, la tempistica del pagamento rispetto al *closing*, il grado di aleatorietà/condizionalità, e la presenza di un nesso causale con una diminuzione (o incremento) di valore della partecipazione.

Per la qualificazione come "aggiustamenti prezzo" è dunque necessario espressamente specificare che gli indennizzi configurano dei meccanismi di aggiustamento prezzo. In questo scenario è certamente importante che il pagamento a fronte dell'indennizzo richiesto venga effettuato dal soggetto cedente a favore del soggetto acquirente, e non dunque direttamente alla società che ha subito il danno per il quale viene riconosciuto l'indennizzo.

Nello scenario sopra descritto si innestano poi dei meccanismi di *tax gross-up* o *gross-down* a seconda delle implicazioni fiscali degli indennizzi per i soggetti coinvolti.

definisce le regole di *governance* della società *target*, i diritti di informazione e di veto del fondo, le modalità di *exit* e le clausole relative alla cessazione del rapporto manageriale.

6.2.1 L'impegno a gestire la società e la cessazione anticipata di tale impegno: clausole di good leaver, bad leaver e underperformance

Nelle operazioni di MBI, l'impegno del team manageriale a gestire la società *target* per tutta la durata dell'investimento costituisce un elemento essenziale dell'operazione. Il fondo di private equity investe sulla discontinuità gestionale e sulla capacità di rilancio e di crescita di valore da parte del nuovo *management*: in altre parole, il fondo investe sulle competenze, sull'esperienza e sul *track record* del *management* entrante. Pertanto, la cessazione anticipata del rapporto manageriale rappresenta un evento critico che deve essere disciplinato *ex ante* con clausole che ne regolino le conseguenze patrimoniali.

La clausola di *good leaver* si applica nelle ipotesi in cui il *manager* cessi il proprio incarico per ragioni giustificate e non imputabili alla sua volontà: decesso, invalidità permanente, licenziamento senza giusta causa o giustificato motivo soggettivo, pensionamento. In tali circostanze, al *manager* è generalmente riconosciuto il diritto di cedere la propria partecipazione al valore equo di mercato (*fair market value*) ovvero con uno sconto minimo.

La clausola di *bad leaver* opera, per converso, nelle ipotesi di cessazione volontaria ingiustificata del rapporto, di licenziamento per giusta causa o giustificato motivo soggettivo, ovvero di violazione degli obblighi di non concorrenza o riservatezza. In tali casi, il patto parasociale prevede tipicamente l'obbligo di trasferimento forzoso della partecipazione ad un prezzo penalizzante: prezzo di costo, valore nominale, ovvero un significativo sconto rispetto al valore equo di mercato.

Una categoria intermedia è rappresentata dall'*underperformance*: il *manager* non raggiunge gli obiettivi di *performance* concordati, senza tuttavia aver commesso una violazione contrattuale. In tali casi, il trattamento patrimoniale si colloca in una posizione intermedia (c.d. "*neutral leaver*") tra le ipotesi di *good leaver* e *bad leaver*, con l'applicazione di uno sconto moderato rispetto al valore equo di mercato.

Sul piano della compatibilità con l'ordinamento italiano, tali clausole pongono questioni rilevanti sotto molteplici profili: (i) la conformità con l'art. 2355-*bis* c.c. in materia di limitazioni al trasferimento delle azioni; (ii) la possibile qualificazione come clausola penale ai sensi dell'art. 1382 c.c., con la conseguente assoggettabilità al potere di riduzione giudiziale ex art. 1384 c.c.; (iii) il rispetto del principio di proporzionalità tra la sanzione patrimoniale e la gravità dell'inadempimento. La giurisprudenza non ha ancora raggiunto un orientamento consolidato su tali profili, rendendo opportuna una redazione accurata e circostanziata di tali clausole.

6.2.2 Exit e diritti patrimoniali rafforzati nell'ambito della procedura di disinvestimento: liquidation preference e meccanismi di waterfall

La strategia di *exit* rappresenta un elemento fondamentale per i fondi di private equity, il cui modello di *business* è strutturalmente orientato al disinvestimento entro un orizzonte temporale predefinito (tipicamente 3-7 anni). Le principali modalità di *exit* includono la cessione a terzi (*trade sale*), la quotazione in borsa (IPO) e il *secondary buy-out*.

La *liquidation preference* attribuisce al fondo di private equity il diritto di recuperare prioritariamente il proprio investimento (maggiorato di un rendimento preferenziale) prima che il *management* partecipi alla distribuzione dei proventi dell'*exit*. Si distinguono tre principali tipologie: (i) la *non-participating preference*, in cui il fondo percepisce il maggiore tra il capitale investito maggiorato del rendimento preferenziale e la propria quota *pro rata*; (ii) la *participating preference*, in cui il fondo recupera il capitale investito con il rendimento preferenziale e partecipa *pro rata* alla distri-

buzione del residuo; (iii) la *capped participating preference*, con partecipazione del fondo al residuo fino ad un multiplo massimo predeterminato.

Il meccanismo di *waterfall* definisce l'ordine di priorità nella distribuzione strutturata dei proventi dell'*exit*: (1) in primo luogo, il rimborso del debito *senior*; (2) in secondo luogo, la *liquidation preference* in favore del fondo (restituzione del capitale investito maggiorato del rendimento preferenziale); (3) in terzo luogo, un eventuale *catch-up* in favore del *management*; (4) infine, la ripartizione del residuo secondo quote predeterminate ovvero sulla base di meccanismi di *ratchet* collegati al raggiungimento di soglie di IRR (*Internal Rate of Return*) o di multiplo del capitale investito (MOIC).

Sul piano della strutturazione giuridica nell'ordinamento italiano, tali meccanismi vengono tipicamente implementati attraverso la creazione di diverse categorie di azioni ai sensi dell'art. 2348, comma 2, c.c., che consente di attribuire diritti diversi alle diverse categorie, ovvero attraverso pattuizioni contenute nel patto parasociale. Una questione di particolare delicatezza attiene alla compatibilità di tali meccanismi con il divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c., che sancisce la nullità del patto con cui uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite. La dottrina prevalente e la giurisprudenza più recente tendono a riconoscere la legittimità delle clausole di *liquidation preference*, a condizione che esse non determinino l'esclusione totale di un socio dalla partecipazione agli utili o alle perdite, ma si limitino a modulare la distribuzione secondo un ordine di priorità che, al verificarsi di determinate soglie di rendimento, consente a tutti i soci di partecipare ai proventi dell'investimento.

7. I meccanismi di incentivazione nelle operazioni di MBI

A cura di Cristina Cengia, Riccardo Lonardi, Samuele Spalletti

7.1 L'allineamento degli interessi dell'investitore finanziario e del management: brevi cenni

Come anticipato al paragrafo 6.2.1, nel contesto delle operazioni di MBI, il *management* assume una posizione di assoluta centralità quale principale fattore di creazione del valore. In tali operazioni, infatti, l'investitore finanziario si limita prevalentemente a fornire capitale e indirizzo strategico, mentre la concreta realizzazione del piano industriale è rimessa al *management team*, il cui apporto (specialmente in termini di *know-how* e competenza) risulta decisivo per il buon esito dell'investimento.

Alla luce di tale centralità i piani di incentivazione del *management* assumono un ruolo essenziale nella strutturazione delle operazioni di MBI, in quanto funzionali a realizzare un effettivo allineamento tra gli interessi dell'investitore e quelli del team manageriale: tali meccanismi, infatti, consentono ai *manager* di partecipare ai risultati positivi generati attraverso la propria attività di gestione, condividendo con la società (nonché con l'investitore) una quota dei benefici economici derivanti dalle *performance* conseguite. Non sorprende allora il fatto che la prassi commerciale, con sempre maggior frequenza, ricorra ad una pluralità di strumenti volti a favorire forme di remunerazione dei *manager*, spesso collegate a strumenti finanziari emessi dalla società.

I piani di incentivazione rappresentano pertanto una soluzione vincente per tutti gli attori dell'operazione di MBI e, in particolare, per la stessa società oggetto dell'investimento: l'incentivazione e la responsabilizzazione del *management* non solo rappresentano una condizione imprescindibile per il successo della singola operazione, ma contribuiscono altresì alla diffusione di modelli di *governance* più evoluti e orientati ai risultati, favorendo la crescita e la competitività delle imprese partecipate.

7.2 I principali meccanismi di incentivazione del management adottati dalla prassi commerciale

Nelle operazioni di MBI, la provenienza esterna del *management* incaricato della gestione della società – e la conseguente asimmetria informativa che ne deriva – rende maggiormente urgente, rispetto ad altre operazioni di private equity, il bisogno di predisporre meccanismi idonei a orientare l'operato del team manageriale verso la creazione di valore per la società che il team è chiamato a gestire, in una prospettiva di medio-lungo periodo, nell'ottica di massimizzare il rendimento dell'investimento effettuato. La sempre maggior popolarità dei piani di incentivazione ha portato la prassi commerciale a elaborare, nel tempo, una pluralità di modelli e schemi di incentivazione il cui successo (quantomeno in termini di utilizzo) è fortemente influenzato anche dalla normativa fiscale di volta in volta applicabile. Si ritiene utile in questa sede fornire un breve inquadramento dei principali strumenti di incentivazione del team manageriale utilizzati nell'ambito di operazioni di MBI, nonché dei principali profili giuridici connessi.

7.2.1 Co-investimento dei manager e strumenti di sweet equity

Al fine di incentivarli tanto allo sviluppo della società *target* quanto alla creazione di valore connessa alla stessa, i *manager* sono generalmente chiamati, mediante apposite pattuizioni contrattuali, a effettuare un investimento nel capitale della *target* (ovvero dello *special purpose vehicle* costituito nell'ambito dell'operazione), unitamente all'investitore finanziario. L'obbligo di co-investimento del *management* assicura il più alto livello di allineamento tra gli interessi dell'investitore e quelli del team manageriale, poiché quest'ultimo partecipa con capitale proprio all'operazione, acquisendo a sua volta la qualifica di investitore e, per l'effetto, un interesse diretto nella valorizzazione della società e dell'investimento nel suo complesso.

Al fine di preservarne la funzione incentivante, gli strumenti attribuiti ai *manager* co-investitori sono spesso strutturati come azioni, quote, categorie di partecipazioni o strumenti finanziari partecipativi muniti di diritti patrimoniali rafforzati, secondo le tecniche consentite dal tipo societario utilizzato. Tali strumenti, comunemente riconducibili alla definizione di *sweet equity*, possono attribuire ai *manager* il diritto a partecipare agli utili o, più frequentemente nella prassi del private equity, al ricavato realizzato in sede di disinvestimento o liquidazione in misura privilegiata o più che proporzionale rispetto alla percentuale di capitale detenuta, al ricorrere di determinate soglie di rendimento dell'investitore finanziario.

I meccanismi di incentivazione basati su strumenti di *sweet equity* sono ampiamente utilizzati nelle operazioni di private equity anche in ragione del relativo trattamento fiscale. In particolare, laddove ricorrano i requisiti previsti dalla disciplina in materia di *carried interest*, i proventi derivanti da azioni, quote o strumenti finanziari aventi diritti patrimoniali rafforzati percepiti da dipendenti e amministratori possono essere qualificati quali redditi di capitale o redditi diversi, con conseguente applicazione del relativo regime fiscale, più vantaggioso rispetto a quello previsto per i redditi di lavoro. A tal fine, tuttavia, il piano di incentivazione deve essere configurato in modo da rispettare i requisiti minimi di cui all'art. 60 del decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50, in relazione ai quali l'amministrazione finanziaria ha adottato un approccio interpretativo progressivamente più restrittivo. Per un'analisi sul tema e, più in generale, sulla disciplina fiscale del *carried interest*, si veda il paragrafo 8.1.1.

7.2.2 MBO

L'espressione "*management by objectives*" o "MBO" fa riferimento ad un sistema di incentivazione del *management* fondato sull'attribuzione di una componente variabile della remunerazione al raggiungimento di predeterminati obiettivi individuali, collettivi o aziendali. In tale contesto, il singolo *manager* può maturare il diritto a percepire un bonus subordinatamente alla verifica del raggiungimento, totale o parziale, degli obiettivi assegnati e al rispetto delle ulteriori condizioni previste dal piano, dal regolamento aziendale o dalla lettera individuale di assegnazione.

Gli obiettivi sono normalmente definiti dall'organo amministrativo o dalle funzioni aziendali competenti in forza delle deleghe interne, in coerenza con il budget, il *business plan* e gli obiettivi strategici della società.

Sul piano operativo, un piano MBO prevede generalmente la definizione di obiettivi quantitativi (quali ricavi, EBITDA, *cash flow*) e/o qualitativi. Il piano può prevedere un valore-obiettivo (*target*) al quale corrisponde il bonus ordinario, un extra-bonus al superamento di tale valore-obiettivo (anche sulla base di scaglioni predeterminati) ed eventualmente un limite massimo (*cap*) che l'importo del bonus non può eccedere. Il piano è di regola formalizzato in un regolamento o in una policy approvata dalla società e comunicato ai beneficiari mediante lettera individuale di assegnazione che disciplina obiettivi, periodo di riferimento, criteri di misurazione, condizioni di maturazione e pagamento.

7.2.3 Stock option plan

I piani di *stock option* attribuiscono ai beneficiari specifici diritti di opzione ai sensi dell'art. 1331 c.c., in forza dei quali i *manager* acquisiscono il diritto, ma non l'obbligo, di sottoscrivere o di acquistare una determinata quantità di azioni, quote o strumenti finanziari partecipativi della società, ad un valore predeterminato ovvero determinabile e al ricorrere delle condizioni previste dal piano. La provvista di partecipazioni necessaria ai fini dell'esercizio, da parte dei *manager* incentivati, delle *stock option* viene generalmente ottenuta attraverso:

(i) la deliberazione, da parte della società *target* (o dello *special purpose vehicle* costituito per l'investimento), di un aumento di capitale da attuarsi mediante l'emissione di nuove azioni o quote societarie, che vengono offerte per la sottoscrizione in via riservata ai *manager*, con conseguente esclusione o limitazione del diritto di opzione degli altri soci[3];
(ii) l'acquisizione, da parte della società *target*, di azioni proprie da assegnarsi ai *manager* previo versamento, da parte di questi ultimi, del prezzo di acquisto previsto nell'ambito del piano di incentivazione. In tal caso, l'acquisto di azioni proprie ad opera della *target* dovrà avvenire nel rispetto dei limiti legali di cui agli artt. 2357 e ss. c.c.[4].

7.3 Il rapporto tra i meccanismi di incentivazione e i management agreement sottoscritti dal team manageriale

La breve rassegna che precede consente di cogliere, pur nei suoi tratti essenziali, la notevole varietà di strumenti di incentivazione che possono essere utilizzati nelle operazioni di MBI, modellabili dagli operatori di private equity in funzione delle specifiche esigenze e degli obiettivi concreti dell'operazione. Non è peraltro infrequente che più strumenti di incentivazione diversi vengano abbinati tra loro per garantire il maggiore allineamento degli interessi in gioco e il successo dell'operazione.

Ciascun meccanismo di incentivazione è di solito accompagnato dalla sottoscrizione, tra la società e ciascuno dei *manager* beneficiari, di un apposito accordo (*management agreement*) volto a disciplinare, *inter alia*, le specifiche aree di competenza e responsabilità del *manager*, i doveri da osservare in costanza di rapporto con la società, nonché le conseguenze giuridiche dell'eventuale cessazione di

[3] L'esclusione o limitazione del diritto di opzione dovrà essere deliberata dall'assemblea dei soci nel rispetto dei termini e delle condizioni di cui all'art. 2441, commi quinto e sesto, c.c. (in caso di società per azioni), ovvero all'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. (in caso di società a responsabilità limitata).

[4] Con riferimento alle società a responsabilità limitata, l'art. 2474 c.c. prevede un generale divieto di compiere operazioni sul proprio capitale sociale, ivi inclusa l'acquisizione di proprie quote. Con l'introduzione del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, è stato tuttavia previsto che le società a responsabilità limitata rientranti nella definizione di "piccola o media impresa" di cui alla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea sono legittimate a compiere operazioni sulle proprie partecipazioni in deroga al divieto di cui all'art. 2474 c.c., purché tali operazioni siano compiute "in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali". Ci si è dunque chiesti se, in forza di tale previsione, i limiti previsti dagli artt. 2357 e ss. c.c., in materia di operazioni su azioni proprie, contenuti nella disciplina codicistica delle società per azioni, dovessero ritenersi applicabili in via analogica anche alle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata. Su tale punto, la prassi notarile (Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, massima n. 179 del 27 novembre 2018) afferma che, nel procedere all'acquisto di proprie quote, le PMI s.r.l. debbono senz'altro rispettare il limite massimo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. In linea di principio, debbono altresì ritenersi applicabili le previsioni relative alla necessaria autorizzazione dell'assemblea dei soci (che però potrà essere concessa per un periodo temporale anche superiore al limite di diciotto mesi previsto dall'art. 2357, secondo comma, c.c.) e alla sterilizzazione dei diritti agli utili, di opzione e di voto incorporati nelle partecipazioni oggetto di acquisizione da parte della società.

tale rapporto prima della scadenza contrattualmente prevista. Nella prassi negoziale, i *management agreement* sono soliti prevedere:

(i) la cessazione automatica del diritto del *manager* al percepimento e/o alla maturazione degli strumenti incentivanti in conseguenza del venir meno, per qualsiasi ragione, del rapporto di amministrazione e/o di lavoro con la società;
(ii) apposite clausole di *good leaver* e di *bad leaver*, che disciplinano le eventuali condizioni di riacquisto delle partecipazioni o degli strumenti di *equity* detenuti dal *manager* in caso di cessazione anticipata del rapporto. Si rinvia, per un'analisi più dettagliata di tali clausole, al precedente paragrafo 6.2.1.

8. Le operazioni di Management Buy-In: rischi fiscali e meccanismi di mitigazione

A cura di Valerio Forestieri, Andrea Foti, Andrea Monticelli, Francesco Junior Nobili, Anne-Alice Pinson Ferraris, Giulio Tombesi, Sabrina Tronci

8.1 Dubbi interpretativi e coperture assicurative in tema di carried interest

8.1.1 La disciplina fiscale del carried interest e le persistenti incertezze interpretative

Come illustrato nel paragrafo 7.2, nelle operazioni di MBI il coinvolgimento del *management* nel capitale rappresenta uno dei principali strumenti di allineamento tra investitori e team manageriale agli obiettivi di creazione di valore dell'operazione. La possibilità per i *manager* di partecipare all'*upside* dell'investimento costituisce infatti un elemento centrale nella costruzione degli incentivi e, non di rado, uno dei temi maggiormente negoziati nella fase di strutturazione del *deal*. A tal fine, la prassi del private capital ha sviluppato nel tempo strutture di co-investimento e meccanismi di *carried interest* sempre più sofisticati, il cui trattamento fiscale continua a rappresentare un tema di particolare attenzione per gli operatori.

In questo contesto, il regime fiscale del *carried interest* assume un rilievo che va ben oltre il profilo tributario e può incidere direttamente sull'efficacia economica del piano di incentivazione. Indipendentemente dallo strumento giuridico adottato (e.g. azioni, quote, categorie di partecipazioni o strumenti finanziari partecipativi muniti di diritti patrimoniali rafforzati), il tema centrale consiste nello stabilire se l'extra-rendimento attribuito al *management* debba essere qualificato come reddito finanziario (soggetto a ritenuta o imposta sostitutiva del 26%) ovvero come reddito di lavoro (soggetto ad aliquota marginale IRPEF fino al 43%, più addizionali). E questa distinzione, in ultima analisi, dipende dal fatto che la sottoscrizione degli strumenti dotati di diritti patrimoniali rafforzati sia riconducibile a un effettivo investimento finanziario oppure a una forma di remunerazione premiale (e.g. un bonus)[5].

Al fine di ridurre le incertezze interpretative, il legislatore ha previsto una presunzione assoluta in base alla quale il *carried interest* derivante dalla partecipazione, diretta o indiretta, a società e OICR da parte di dipendenti e amministratori della stessa società o della SGR, è qualificato *ex lege* come reddito finanziario qualora siano soddisfatte determinate condizioni, di seguito riepilogate:

[5] Per completezza si fa osservare che, nel caso di sistemi di MBO (si veda il precedente par. 7.2.2), il bonus in denaro ricevuto dal percettore costituisce un reddito di lavoro, ordinariamente imponibile ai fini IRPEF (con aliquota marginale fino al 43%, più addizionali). Nei casi di piani di *stock option* (si veda il precedente par. 7.2.3), l'attribuzione di diritti di opzione è fiscalmente irrilevante (salvo il caso in cui siano cedibili) mentre l'assegnazione delle azioni (per effetto dell'esercizio delle opzioni) dà luogo, per i *manager*, a un compenso in natura tassato come reddito di lavoro in misura pari alla differenza tra lo *strike price* eventualmente pagato per la sottoscrizione delle azioni e il loro valore "normale", calcolato (i) in caso di azioni negoziate in mercati regolamentati, sulla base della media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese; ovvero (ii) negli altri casi, in proporzione al patrimonio netto contabile della società assegnante. In certi casi potrebbe applicarsi un'addizionale (in misura del 10%) su bonus e *stock option* a favore di *manager* del settore finanziario. Inoltre, uno speciale regime di esenzione si applica per i piani di *stock option* deliberati da start-up e PMI innovative. Lato società – in base alle modifiche recentemente introdotte dalle Leggi n. 207/2024 e n. 199/2025 – il costo, pari al valore di assegnazione, sarà deducibile ai fini fiscali solo nel periodo d'imposta di assegnazione (indipendentemente dall'imputazione a conto economico lungo il periodo di maturazione).

a. l'impegno di investimento di tutti i *manager* determina "un esborso effettivo" pari ad almeno l'1% dell'investimento complessivo effettuato dall'OICR o del patrimonio netto della società o ente *target* ("Requisito dell'Investimento Minimo");
b. il diritto al *carried interest* matura solo dopo che tutti gli altri soci o partecipanti all'OICR abbiano percepito "un ammontare pari al capitale investito e ad un rendimento minimo previsto nello statuto o nel regolamento ovvero, nel caso di cambio di controllo, alla condizione che gli altri soci o partecipanti dell'investimento abbiano realizzato con la cessione un prezzo di vendita almeno pari al capitale investito e al predetto rendimento minimo" ("Requisito dell'*Hurdle Rate*");
c. gli strumenti dotati dei diritti patrimoniali rafforzati sono detenuti per un periodo non inferiore a 5 anni o comunque fino alla data di cambio di controllo o di sostituzione del soggetto incaricato della gestione ("Requisito dell'*Holding Period*").

Il mancato rispetto di tali condizioni non comporta automaticamente la qualificazione del *carried interest* come reddito da lavoro, ma impone un'analisi caso per caso delle caratteristiche dell'operazione. A tal fine, il contribuente può rivolgersi preventivamente all'Amministrazione finanziaria mediante la presentazione di un'istanza di interpello.

Nel corso degli anni, la prassi amministrativa ha invero individuato una serie di elementi che, anche in assenza delle condizioni previste dalla presunzione, sono idonei a dimostrare la natura finanziaria del *carried interest*. A titolo esemplificativo, assumono rilievo l'attribuzione degli strumenti aventi diritti patrimoniali rafforzati anche a investitori diversi dal *management*, l'assenza di garanzie, contrattuali o statutarie, in ordine alla restituzione del capitale investito, il riacquisto delle azioni al minore tra il costo e il valore di mercato, oppure l'integrazione di singoli parametri individuati dall'art. 60 del D.L. n. 50/2017. Inoltre, anche laddove insufficiente a raggiungere la soglia dell'1%, assume rilievo l'ammontare del capitale investito dai *manager*, sia in termini assoluti sia in rapporto alla relativa remunerazione annua (fissa e variabile), quale indice dell'effettivo allineamento di rischi e interessi con gli altri investitori.

Nell'ambito dell'analisi *case-by-case* hanno rilevanza anche le clausole di *good* o *bad leavership*[6], che potrebbero mettere in correlazione l'attribuzione dell'extra-rendimento con lo svolgimento dell'attività lavorativa. Resta tuttavia indispensabile un esame complessivo del contenuto di queste clausole. Ad esempio, un indice della natura finanziaria del provento può essere la previsione del mantenimento da parte del *good leaver* di una parte delle quote aventi diritto al *carried interest* anche a seguito dell'interruzione del rapporto di lavoro (diritto che può invece essere escluso per il *bad leaver*, per ragioni di tutela dell'investimento).

A distanza di quasi dieci anni dall'introduzione della disciplina, il principale tema di attenzione per gli operatori non riguarda tuttavia il contenuto della norma, bensì la sua concreta applicazione da parte dell'Amministrazione finanziaria. Di recente, infatti, l'Agenzia delle Entrate ha assunto un approccio interpretativo progressivamente più restrittivo nell'applicazione della presunzione, introducendo elementi di incertezza che incidono direttamente sulla strutturazione dei *management incentive plan*.

Un primo segnale in questa direzione emerge con riferimento al finanziamento dell'investimento del *management*. Nella Risposta n. 252/E/2025, l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto problematica la sottoscrizione degli strumenti aventi i diritti patrimoniali rafforzati mediante il ricorso a un finanziamento erogato dalla società emittente. Segnatamente, è stato affermato che la previsione di un meccanismo di compensazione tra gli importi dovuti dalla società ai *manager* a titolo di finanziamento e il debito per la sottoscrizione degli strumenti *carried* comporterebbe l'assenza di un effettivo esborso finanziario. Inoltre, la previsione del rimborso del finanziamento in un momento successivo

[6] Per maggior dettaglio su natura e scopo di tali clausole, si veda il precedente par. 6.2.1.

all'evento che potrebbe determinare la maturazione del *carried interest* (ad esempio, l'*exit* del fondo) escluderebbe una reale esposizione dei *manager* al rischio di perdita del capitale investito e, quindi, al rischio finanziario. Questa conclusione suscita più di una perplessità. Sul piano giuridico, infatti, la compensazione costituisce una modalità ordinaria di estinzione delle obbligazioni e produce effetti sostanzialmente equivalenti a quelli derivanti da un pagamento in denaro. Analogamente, la presenza di un obbligo di rimborso integrale degli importi finanziati dovrebbe essere di per sé sufficiente a garantire l'effettiva esposizione al rischio finanziario, e ciò indipendentemente dalle modalità tecniche e dalle tempistiche con cui sono regolati i flussi finanziari. Peraltro, nella Circolare n. 25/E/2017 – emanata subito dopo l'introduzione della presunzione e tuttora principale documento di riferimento in materia – la stessa Amministrazione finanziaria aveva espressamente riconosciuto la legittimità del ricorso a finanziamenti destinati all'acquisto delle azioni o quote *carried* da parte del *management*.

Un secondo profilo di attenzione riguarda le operazioni nelle quali una parte degli azionisti mantiene la propria partecipazione dopo l'ingresso di un nuovo investitore. Nella Risposta n. 257/E/2025 l'Agenzia delle Entrate ha affermato che la lettera b) dell'art. 60 del D.L. n. 50/2017 "richiede che tutti i soci percepiscano un ammontare pari al capitale investito e al rendimento minimo", e ciò anche nelle ipotesi di cambio di controllo. Anche sotto questo profilo emergono tuttavia significativi dubbi interpretativi. La formulazione della norma sembra infatti distinguere chiaramente tra le ipotesi di "*exit*" totale e quelle di cambio di controllo, richiedendo, in quest'ultimo caso, che siano i soli soci o partecipanti coinvolti nella cessione a realizzare, attraverso il prezzo di vendita, il capitale investito e il rendimento minimo previsto. Una lettura più restrittiva, oltre a porsi in tensione con il dato letterale della disposizione e con precedenti chiarimenti di prassi (si veda, ad esempio, la Risposta n. 696/E/2021), rischia di limitare significativamente l'applicazione del regime agevolativo nell'ambito delle operazioni di private capital – incluso il MBI – nelle quali è frequente che alcuni soci di minoranza (ad esempio, i fondatori) rimangano nella compagine sociale anche dopo l'ingresso di nuovi investitori.

Ulteriori criticità emergono con riguardo al Requisito dell'*Holding Period*. In diverse risposte pubblicate nel 2025 (si vedano, da ultimo, le Risposte n. 45/E/2025, n. 95/E/2025, n. 252/E/2025 e n. 256/E/2025), l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto necessario che gli strumenti *carried* siano assistiti da una clausola di *lock-up* di durata almeno quinquennale. Anche questa impostazione appare discutibile, poiché il dato normativo sembra limitarsi a richiedere la verifica dell'effettivo mantenimento dell'investimento per il periodo minimo previsto (attraverso una verifica *ex post*), senza subordinare il beneficio fiscale all'adozione di una specifica tecnica contrattuale.

Nel loro insieme, questi documenti di prassi sembrano segnalare la tendenza dell'Amministrazione finanziaria verso una lettura più rigorosa delle condizioni previste dalla presunzione, ma resta dubbio che tale approccio sia effettivamente coerente con la finalità perseguita dal legislatore e con i precedenti della stessa Agenzia delle Entrate, a partire dalla Circolare n. 25/E/2017. Se questa tendenza dovesse consolidarsi, alcune soluzioni ampiamente diffuse nella prassi potrebbero risultare maggiormente esposte al rischio di contestazioni, sebbene perfettamente in grado di garantire l'allineamento di interessi richiesto dalla norma. Per gli operatori di private capital, ciò implica la necessità di considerare attentamente il profilo fiscale correlato al *management package* già nelle prime fasi di strutturazione del *deal*. La corretta impostazione del meccanismo incentivante assume invero rilievo anche ai fini della stabilità e dell'efficacia complessiva della struttura di investimento e la gestione del connesso rischio fiscale richiede di conseguenza cautele adeguate.

8.1.2 La gestione del rischio mediante coperture assicurative in tema di carried interest

Nella prassi di mercato si registra un progressivo aumento nel ricorso a soluzioni volte a gestire il rischio fiscale individuato nell'impostazione del meccanismo di incentivo del *management*. Tali

soluzioni, le c.d. polizze *contingent risk*, consentono di trasferire al mercato assicurativo il rischio connesso alle incertezze interpretative.

Quando il rischio riguarda tematiche fiscali, si parla di polizza fiscale ("*Tax Insurance*").

In particolare, le polizze fiscali consentono, a determinate condizioni, di coprire il danno subito a seguito della riclassificazione dei proventi percepiti dal *management* (o da altri soci) come redditi di lavoro dipendente o assimilati, a seguito del disconoscimento della natura finanziaria del reddito.

Nel contesto delle operazioni di *management buy-in*, tali coperture possono assumere diverse funzioni:

- possono essere strutturate a beneficio dell'investitore finanziario (ad esempio, un fondo di private capital), il quale intende tutelarsi rispetto al rischio che un successivo accertamento fiscale incida negativamente sul rendimento atteso dell'operazione o sull'equilibrio economico complessivo del *management package*;
- possono essere configurate anche a favore del *management* e/o dei venditori, al fine di mitigare l'esposizione personale dei soggetti interessati rispetto a eventuali recuperi di imposta riferiti a periodi d'imposta precedenti o alla fase di ingresso nell'investimento.

In termini generali, le polizze fiscali si basano su un'analisi tecnica dettagliata della struttura dell'operazione e dei relativi profili tributari (supportata da pareri fiscali / legali dell'assicurato), sulla base della quale l'assicuratore (con propri *advisor* fiscali / legali) valuta l'assicurabilità del rischio e definisce l'ambito della copertura.

L'esperienza maturata nel mercato delle *Tax Insurance* mostra tuttavia che le richieste di copertura non riguardano esclusivamente fattispecie che soddisfano integralmente i requisiti della presunzione di cui all'art. 60 del D.L. n. 50/2017, ma si estendono anche alle strutture che non soddisfano integralmente questi ultimi requisiti ma che, sulla base di una valutazione complessiva delle caratteristiche dell'investimento e dei principi elaborati dalla prassi amministrativa, presentano comunque validi elementi a sostegno della qualificazione dei relativi proventi come redditi di natura finanziaria.

In tali contesti, la valutazione degli assicuratori tende a focalizzarsi non tanto sulla verifica meramente formale dei requisiti della presunzione, quanto sulla concreta sussistenza del rischio di investimento assunto dal *management* e sull'effettivo allineamento di interessi con gli altri investitori. In tali casi, il tema centrale non consiste nell'applicazione automatica dell'art. 60 del D.L. n. 50/2017, bensì nella possibilità di dimostrare, sulla base delle concrete caratteristiche dell'operazione, che il rendimento attribuito al *management* costituisca il risultato di un effettivo investimento di capitale e non una forma di remunerazione per l'attività lavorativa svolta.

Il ricorso alla *Tax Insurance* assume particolare rilievo nei casi in cui si riscontri un approccio interpretativo progressivamente più restrittivo nell'applicazione della presunzione, dove permangano margini di incertezza interpretativa legati all'evoluzione della prassi amministrativa e giurisprudenza.

In tali contesti, la copertura assicurativa rappresenta un efficace strumento di trasferimento del rischio, complementare e/o alternativo rispetto ad altre forme di gestione dello stesso, quali l'interpello.

Tale aspetto assume particolare rilievo in una fase in cui il trattamento fiscale delle strutture di co-investimento e dei meccanismi di *carried interest* rappresenta, per gli operatori, un tema di primaria importanza e richiede certezza sin dal momento della definizione del meccanismo incentivante.

Tipicamente, la copertura offerta dalla polizza assicurativa può includere tutti o parte degli elementi del danno assicurabile, entro determinati limiti di massimale e durata da ricercare sul mercato assicurativo.

L'utilizzo della *Tax Insurance* nelle operazioni di MBI presenta tuttavia alcuni profili di attenzione:

- la polizza non può sostituirsi a una corretta strutturazione del *management package*: le condizioni di polizza richiedono, di regola, che la soluzione adottata sia ragionevolmente difendibile sul piano tecnico e supportata da un'adeguata documentazione;
- l'oggetto della copertura è normalmente circoscritto a specifiche questioni fiscali identificate ex ante e non si estende a rischi generici;
- in sede di istruttoria (comunemente chiamata fase di *underwriting*), particolare attenzione viene spesso dedicata alle modalità di finanziamento dell'investimento del *management*, all'entità dell'investimento rispetto alla remunerazione dei *manager* coinvolti, alle clausole di *good leaver* e *bad leaver*, alle eventuali limitazioni alla trasferibilità degli strumenti partecipativi e, più in generale, a tutti quegli elementi che consentono di valutare l'effettiva esposizione del *management* al rischio economico dell'investimento. Tali aspetti, pur non costituendo necessariamente requisiti normativi ai fini dell'applicazione dell'art. 60 del D.L. n. 50/2017, rappresentano spesso elementi centrali nella valutazione del rischio da parte degli assicuratori.
- sotto il profilo negoziale, l'allocazione dei costi assicurativi (premio assicurativo, imposte ed *underwriting fees*) e dei benefici della polizza tra investitori, *management* e, se del caso, soci venditori, richiede, già in fase di strutturazione dell'operazione, un'attenta valutazione delle principali implicazioni economiche e legali.

Nel loro insieme, le polizze fiscali possono dunque rappresentare uno strumento utile per rafforzare la certezza di strutture di co-investimento e meccanismi di *carried interest* sempre più sofisticati e per favorire il *closing* di operazioni di MBI in presenza di rischi *deal-breaker*, preservando al contempo l'efficacia degli incentivi economici riconosciuti al *management*.

Resta tuttavia essenziale che il ricorso a tali soluzioni avvenga nell'ambito di una più ampia strategia di gestione del rischio fiscale, che integri la preventiva analisi tecnico-giuridica, e la corretta formalizzazione contrattuale dei meccanismi di investimento e di disinvestimento.

8.2 La scissione con scorporo nelle operazioni di carve-out: disciplina fiscale, alternatività con il conferimento di ramo d'azienda, profili di abuso del diritto e coperture assicurative

8.2.1 Il regime fiscale della scissione con scorporo

La scissione mediante scorporo, disciplinata dall'art. 2506.1 del codice civile, consente a una società di trasferire l'intero patrimonio o parte di esso a una o più società – preesistenti o di nuova costituzione – ricevendo in cambio, direttamente in capo a sé stessa, le partecipazioni nelle beneficiarie. La società scissa sopravvive con la partecipazione nella società beneficiaria, in sostituzione delle attività e passività oggetto di scorporo, configurando una struttura a sub-holding senza alcun coinvolgimento diretto dei soci nel concambio.

Sul piano fiscale, il legislatore ha definito le regole fiscali applicabili alla scissione con scorporo inserendo i commi 15-ter e ss. nell'art. 173 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 ("TUIR"), così estendendo il principio di neutralità fiscale tipico delle analoghe operazioni straordinarie di successione a titolo universale (i.e. scissione totale) o particolare (i.e. scissione parziale). Pertanto, anche la scissione con scorporo non dà luogo a realizzo né a distribuzione di plusvalenze o minusvalenze sui beni trasferiti, in quanto i plusvalori latenti restano fiscalmente irrilevanti fino all'eventuale cessione onerosa, né presenta alcuna implicazione fiscale per i soci della società scissa.

La scissione con scorporo si inserisce in un contesto giuridico che presentava prima della sua introduzione quale unica operazione riorganizzativa per poter conseguire il cd. *carve-out* nei confronti di una società dalla medesima partecipata in neutralità fiscale il conferimento di ramo d'azienda.

Da un punto di vista fiscale, tuttavia, la neutralità fiscale dello scorporo mediante conferimento è subordinata, ai sensi dell'art. 176, TUIR, all'esistenza di un ramo d'azienda in senso giuridico, vale a dire un complesso organizzato di beni idoneo, di per sé, all'esercizio di un'attività d'impresa ex art. 2555 c.c. Qualora il perimetro trasferito non integri tale requisito, il conferimento viene, infatti, tassato a valori normali ai sensi dell'art. 9 TUIR, con emersione immediata delle plusvalenze latenti.

Nella prassi operativa, l'incertezza classificatoria del coacervo di beni come ramo d'azienda per poter beneficiare del regime di neutralità fiscale veniva, e viene ancora oggi, gestita mediante la presentazione di un interpello qualificatorio ex art. 11, comma 1, lett. b), L. 212/2000, con cui il contribuente chiede preventivamente all'Agenzia delle Entrate di qualificare il perimetro trasferito come ramo d'azienda. Si tratta di uno strumento utile, ma che introduce tempi, costi e residua incertezza nella pianificazione dell'operazione.

Ebbene, nella scissione con scorporo questo problema non si pone. La neutralità fiscale ex art. 173 TUIR opera a prescindere dalla qualificazione dell'oggetto trasferito: l'operazione è neutrale sia che si trasferisca un ramo d'azienda compiuto, sia che si trasferisca un singolo immobile o qualsiasi altro *asset*.

Nei casi in cui vi sia dubbio sulla sussistenza di un ramo d'azienda, la scissione con scorporo elimina il rischio di disconoscimento dell'operazione come fiscalmente neutrale in radice, senza dunque la necessità di interpello qualificatorio preventivo.

La flessibilità della scissione con scorporo non è tuttavia priva di conseguenze.

L'art. 173, co. 15-ter, lett. d), TUIR introduce infatti regole differenziate per la qualificazione ai fini PEX (art. 87 TUIR) delle partecipazioni ricevute dalla scissa in esito allo scorporo, in funzione della natura dell'oggetto trasferito:

- se oggetto dello scorporo è un'azienda o un ramo d'azienda: le partecipazioni ricevute dalla scissa possono beneficiare del regime PEX, con esenzione al 95% della plusvalenza realizzata in sede di successiva cessione;
- se oggetto dello scorporo sono singoli *asset* (immobili, partecipazioni non PEX[7], crediti, ecc.): le partecipazioni ricevute dalla scissa non beneficiano della PEX e la plusvalenza da cessione è integralmente imponibile secondo le regole ordinarie[8].

Pertanto, ancorché la qualificazione del compendio scisso come ramo d'azienda perda di interesse al momento del realizzo dell'operazione, nel caso in cui questa sia prodromica alla successiva cessione del ramo questo torna decisamente in auge in considerazione del fatto che se ne deve necessariamente tenere conto per verificare la possibilità di applicare il regime PEX in capo alla società scissa/cedente.

Da ultimo, prima di affrontare i profili di possibile abusività dell'operazione, preme segnalare che l'operazione di scissione comporta una responsabilità solidale illimitata sulla società risultate oggetto

[7] Se oggetto di scissione sono partecipazioni che beneficiano del regime PEX, la successiva cessione della beneficiaria può beneficiare del regime PEX senza dover attendere il cd. *holding period* annuale nel caso in cui questo risultasse già maturato in capo alla scissa. *Holding period* che, invece, si ricorda risulta necessario nel caso di conferimento di partecipazioni ex artt. 175 e 177 TUIR.

[8] Al riguardo, si osserva che l'accesso al regime PEX resta comunque possibile al momento dell'eventuale maturazione dei relativi requisiti, ivi incluso l'*holding period* "rafforzato" previsto dall'art. 173, comma 15-ter.1, TUIR in caso di scorporo a favore di una beneficiaria preesistente. Resta inteso, tuttavia, che qualora la partecipazione non sia iscritta tra le immobilizzazioni finanziarie nel primo periodo di possesso, l'accesso alla PEX risulta definitivamente precluso.

di scissione in relazione ai debiti fiscali della società scissa. Al riguardo, infatti, l'Agenzia delle Entrate, sebbene mediante un interpello ad oggi non ancora pubblico, ha negato la possibilità di beneficiare della tutela garantita dal "certificato fiscale" di cui all'art. 14 del D.Lgs. 18 dicembre 1997. n. 472, che confina i rischi fiscali per il soggetto avente causa al debito della parte dante causa risultante, alla data del trasferimento, dagli atti degli uffici dell'Amministrazione finanziaria, ad eccezione dei casi di frode. Certificato che può essere invece richiesto nel caso di operazioni alternative come, appunto, il conferimento di ramo d'azienda, o la cessione di ramo d'azienda. Al riguardo è dunque auspicabile un intervento normativo che vada a consentire tale possibilità.

8.2.2 I profili di (possibile) abuso della scissione con scorporo

Il regime di neutralità fiscale riconosciuto alla scissione con scorporo non la rende però immune da contestazioni ai sensi della disciplina antiabuso del diritto di cui all'art. 10-bis della Legge 212/2000. Al riguardo, tuttavia, il legislatore si è premurato di estendere alla scissione con scorporo le medesime tutele riconosciute in ambito IRES e IRAP all'operazione che vede, prima, il conferimento (*rectius* la scissione con scorporo) di ramo d'azienda e, poi, la cessione della società conferitaria (*rectius* la società beneficiaria). Rimarrebbe dunque passibile di contestazione, anzitutto, la scissione con scorporo di attività e passività che non configurano un ramo d'azienda e la successiva cessione delle partecipazioni nella società beneficiaria, e ciò nonostante tale forma di operazione non consenta di beneficiare del regime PEX.

Inoltre, nel contesto delle operazioni di *carve-out*, ove l'operazione abbia ad oggetto un ramo d'azienda, il profilo di rischio più rilevante continua ad essere quello relativo all'imposta di registro nelle operazioni che registrano la seguente sequenza: in primo luogo quella appena descritta, ossia (i) lo scorporo (ovvero il conferimento) del ramo d'azienda operativo (operazione fiscalmente neutrale); e (ii) la successiva cessione delle quote della beneficiaria (ovvero conferitaria) agli acquirenti *manager* in regime PEX; e, infine, (iii) la fusione della società beneficiaria (ovvero conferitaria) con la società acquirente. Se, infatti, questa sequenza è pianificata sin dall'origine come un unico disegno finalizzato a cedere un ramo d'azienda, l'Amministrazione finanziaria può riqualificare l'operazione complessiva come elusiva ai fini delle imposte indirette e assoggettare la stessa ad imposta di registro in misura proporzionale, tipicamente pari al 3% in caso di avviamento.

In sede di pianificazione dell'operazione risulta dunque fondamentale (i) documentare le ragioni extrafiscali dell'operazione (segregazione patrimoniale, *governance* post-MBI, requisiti degli investitori, separazione linee di *business*); (ii) assicurare un intervallo temporale significativo tra la scissione/cessione e la successiva fusione; (iii) garantire che la beneficiaria operi autonomamente nel periodo intermedio; (iv) valutare la presentazione di un'istanza di interpello antiabuso nei casi di più marcata incertezza.

8.2.3 La gestione del rischio mediante coperture assicurative nella scissione con scorporo

Il quadro descritto evidenzia come le operazioni di scissione con scorporo, pur beneficiando di un generale regime di neutralità fiscale anche nei casi in cui l'oggetto trasferito non integri un ramo d'azienda in senso proprio, non siano esenti da profili di rischio.

In particolare, come già anticipato *supra*, le principali aree di rischio possono riguardare:

- la valutazione della disciplina antiabuso in presenza di strutture complesse o sequenziali (ad esempio, scissione con scorporo prodromica alla cessione della beneficiaria);
- l'applicazione del regime PEX alle partecipazioni ricevute dalla scissa oggetto di successivo trasferimento;

- la responsabilità solidale illimitata della beneficiaria per i debiti fiscali della scissa, in un contesto in cui non è attualmente ammesso il ricorso al certificato fiscale di cui all'art. 14 del D.Lgs. n. 472/1997.

Proprio in relazione a tali profili di rischio, come illustrato nel paragrafo 8.1.2, le polizze *contingent risk* costituiscono uno strumento di *risk management* idoneo a presidiare le principali incertezze fiscali connesse all'operazione. Esse possono agevolare il buon esito dell'operazione, in particolare in quelle che coinvolgono investitori istituzionali, e contribuire alla stabilità dell'assetto post transazione, trasferendo al mercato assicurativo il rischio connesso alle incertezze interpretative tipiche della scissione con scorporo.

In tale contesto, assume particolare rilievo anche l'attività di *tax due diligence* e *tax structuring*, che costituisce normalmente il principale strumento attraverso cui vengono individuati e delimitati i rischi suscettibili di copertura assicurativa, consentendo altresì all'assicuratore di circoscrivere il perimetro della garanzia.

A seconda della configurazione dell'operazione, la *Tax Insurance* può essere stipulata dalla società scissa, dalla società beneficiaria ovvero dal soggetto investitore che acquisirà, in un momento successivo, le partecipazioni nella beneficiaria. In particolare, nelle operazioni di *carve-out* funzionali all'ingresso di un investitore di private capital, la polizza fiscale può rappresentare uno strumento utile per mitigare il rischio che eventuali passività fiscali pregresse della scissa – rispetto alle quali la beneficiaria risponde in via solidale e illimitata – emergano in un momento successivo al *closing*, con un impatto economico dell'operazione.

Il ricorso alla *Tax Insurance* può risultare particolarmente utile anche nelle operazioni che presentano elementi di internazionalità, ove la presenza di profili fiscali rilevanti in più giurisdizioni può accrescere l'incertezza interpretativa e la complessità della valutazione del rischio fiscale. Nella prassi delle operazioni di M&A, la *Tax Insurance* si affianca frequentemente alle polizze *Warranty & Indemnity* (W&I). Mentre queste ultime coprono generalmente le perdite derivanti dalla violazione delle dichiarazioni e garanzie rese dal venditore, la *Tax Insurance* è invece finalizzata ad assicurare uno specifico rischio fiscale identificato ex ante.

Sotto il profilo negoziale, la disponibilità di una copertura assicurativa può inoltre incidere sull'allocazione del rischio tra le parti, consentendo, in presenza di rischi fiscali specifici, una riduzione dell'intensità delle clausole di indennizzo o delle garanzie richieste al venditore e contribuendo a semplificare la negoziazione dei documenti dell'operazione.

In tale prospettiva, la *Tax Insurance* si configura non soltanto quale strumento di trasferimento del rischio fiscale, ma anche come fattore idoneo a favorire la concreta realizzazione dell'operazione, incidendo sull'allocazione dei rischi tra le parti e sulla complessiva governabilità del *deal*.

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
- Quaderno n. 59/2025 – Continuation fund: una nuova frontiera per la gestione attiva nel private equity
- Quaderno n. 60/2026 – Quarant'anni di private capital: quale futuro

I Quaderni sono disponibili presso la Libreria Egea – Viale Bligny, 22 – 20136 Milano, e possono essere acquistati in formato digitale (PDF) o cartaceo dal sito www.egeaonline.it (www.egeaonline.it/ITA/Riviste/AIFI/default.aspx).

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

ISBN 978-88-238-6344-6
9 788823 863446

Egea