

THEMES



C'è SPAC e SPAC I casi di Italia e USA

Le business combination americane comprendono anche operazioni volte al restructuring o all'acquisizione di soli asset
di Valter Conca e Linda Longhi

L'attività di monitoraggio dei processi di M&A svolta dal Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita conferma come le strategie di crescita esterna siano considerate un'efficace opzione di crescita: i dati sul mercato indicano un'esplosione nel numero e nel valore delle acquisizioni registrate nel 2016, cresciute del 19,7 per cento rispet-

to all'anno precedente - e anche il 2017 sembra seguire tale dinamica (Tabella 1).

In questo contesto si collocano prevalentemente due differenti categorie di operazioni: le acquisizioni di natura industriale e le acquisizioni finanziarie legate al mondo del private equity. Una novità che sta vivacizzando il mercato è data dalle *business combination* promosse mediante lo strumento delle SPAC (*special purpose acquisition*

companies), che assumono in parte sia le caratteristiche delle acquisizioni industriali sia quelle del private equity.

Per questo motivo, già nel precedente numero della rivista (5-6/2017) erano state illustrate la struttura e le specificità del mercato delle SPAC in Italia, decollato da poco tempo.

Dato che lo strumento è nato e si è sviluppato negli USA, presentiamo in questa sede una breve sin-

THEMES C'E SPAC E SPAC. I CASI D'ITALIA E USA

tabella 1 | numero e valore dei deal (2013-16)

	2013	2014	2015	2016
Numero operazioni	457	640	832	996
Di cui private equity	116	122	149	142
Valore operazioni (miliardi di euro)	35,9	55,6	64,8	130,3
Di cui private equity (miliardi di euro)	5,5	7,9	9,4	16,4

tabella 2 | campione di SPAC nel mercato USA per data di quotazione (2003-17)

ANNO	Campione totale	*Completate	*Liquidate	*Pending
2017	17	-	-	17
2016	12	4	1	7
2015	11	4	-	7
2014	6	2	4	-
2013	5	4	1	-
2012	6	3	3	-
2011	13	10	3	-
2010	7	3	4	-
2009	1	1	-	-
2008	17	11	6	-
2007	62	30	32	-
2006	33	16	17	-
2005	26	22	4	-
2004	12	10	2	-
2003	1	1	-	-
Totale	229	121	77	31

note: completate = SPAC che hanno portato a termine una business combination;
liquidate = SPAC che non hanno portato a termine una business combination e che hanno liquidato il capitale;
pending = SPAC che non hanno ancora concluso una business combination ma che presentano ancora margine di tempo

tesi delle caratteristiche delle operazioni svolte nel mercato statunitense per un confronto con il neonato mercato italiano, finalizzato a comprendere se l'esperienza statunitense abbia influenzato gli operatori italiani e come questi ultimi abbiano diversamente interpretato e adattato lo strumento al nostro contesto.

Il mercato delle SPAC in USA

Il mercato delle SPAC si afferma negli Stati Uniti a partire dal 2003, anno in cui Nussbaum e un gruppo di avvocati facenti capo a EarlyBirdCapital introdussero in via definitiva la SPAC come strumento alternativo e complementare al tradizionale IPO.

Dal 2003 a oggi sono state portate in quotazione sul mercato statunitense 264 SPAC (1), di cui 150 hanno completato una business combination, 79 sono state liquidate e le rimanenti 35 sono attualmente in cerca di una target o in procinto di finalizzarne l'acquisizione (*pending*).

Nel mercato americano, gli attori coinvolti nel processo sono:

- i promotori, che, al momento della costituzione della SPAC, comprano le cosiddette *founder shares* tramite *private placement*. Ciò risulta, dopo la finalizzazione della business combination, nel possesso da parte degli sponsor del 20 per cento circa del capitale *outstanding* della società;
- gli investitori che sottoscrivono in IPO il capitale della SPAC;
- gli azionisti della target che rimangono in società.

Il documento di ammissione alla quotazione (*Form S-1*) da presentare alla Securities and Exchange Commission entro i quindici giorni antecedenti il *road show* contiene lo statuto del veicolo e le infor-

(1) Fonte: SPAC Analytics.

Economia & Management

01-GEN-2018

Dir. Resp.: Vincenzo Perrone

da pag. 65
foglio 3 / 7

www.datastampa.it

Tiratura: 13000 - Diffusione: 11000 - Lettori: 0: da enti certificatori o autocertificati

THEMES C'E' SPAC E SPAC. I CASI DI ITALIA E USA

mazioni relative all'offerta delle cosiddette *unit*, loro composizione, mercato, spese e costi di collocamento, effetti diluitivi, ammontare di capitale che si intende detenere in *escrow*, aspetti finanziari e legali. È possibile, inoltre, fornire un'indicazione del settore nel quale la SPAC intende effettuare la business combination. Poiché il veicolo non possiede asset significativi, di particolare importanza risulta la sezione del documento dedicata al management team, unica garanzia per gli investitori della buona riuscita dell'operazione.

Uno sguardo al mercato

L'analisi riguarda un campione di 229 SPAC (84 per cento del totale) quotate dal 2003 a oggi (Tabella 2). Il trend storico denota negli anni post-crisi finanziaria una riduzione significativa del numero di quotazioni e, parallelamente, un forte aumento delle SPAC liquidate. Tuttavia anche negli USA la dinamica dei bassi tassi di interesse ha risvegliato una notevole attenzione per questa tipologia di operazioni.

Per quanto riguarda il mercato di quotazione prescelto, nel periodo 2003-2008 il 59 per cento degli IPO è avvenuto sul mercato non regolamentato Over The Counter Bulletin Board (OTC-BB), il 40 per cento invece si è rivolto al NASDAQ e l'1 per cento al NYSE, mercati regolamentati.

I costi di collocamento e le *fee* pagate si aggirano tra il 3-4 per cento del capitale raccolto.

Un approfondimento necessario riguarda la composizione delle *unit*, da cui si evince che:

- il 60 per cento delle SPAC che ha completato la business combination ha utilizzato una struttura del-

le unit corrispondente a 1 azione e 1 *warrant*;

- il 25 per cento ha utilizzato una struttura delle unit con 1 azione e 2 *warrant*;

- il 3 per cento ha utilizzato una struttura delle unit con 1 azione e $\frac{1}{2}$ *warrant*.

Il restante 8 per cento ha invece adottato composizioni di unit di-

no la tempistica (24 mesi dal momento della quotazione) si profila obbligatoria, pena la liquidazione del capitale agli investitori. Negli Stati Uniti, invece, previa convocazione dell'assemblea degli azionisti e sua approvazione, è possibile allungare il *lag* temporale di sei mesi totali, in due momenti diversi (3 + 3), ricorrendo a un *Extension Amendment*. Non sono previste condizioni ulteriori all'approvazione dell'assemblea, ovvero non è indispensabile che sia stata individuata una target company.

■ **Presenza di SPAC liquidate:** l'esperienza italiana, a oggi, non evidenzia casi di liquidazione del capitale raccolto a favore degli investitori. Il mercato statunitense conta, invece, ben 79 casi di SPAC che non hanno completato la business combination. Tra le motivazioni sottostanti vi sono principalmente la mancata individuazione della target, l'impossibilità di concludere la business combination entro l'arco temporale di 24 mesi (o 30, se *amended*), i fondamentali economico-finanziari non soddisfacenti della target.

■ **Condizioni finanziarie della target:** nell'esperienza statunitense sono presenti numerosi casi di società target in ristrutturazione, presenza italiana, a oggi, non evidenzia casi di liquidazione del capitale raccolto a favore degli investitori. Il mercato statunitense conta, invece, ben 79 casi di SPAC che non hanno completato la business combination. Tra le motivazioni sottostanti vi sono principalmente la mancata individuazione della target, l'impossibilità di concludere la business combination entro l'arco temporale di 24 mesi (o 30, se *amended*), i fondamentali economico-finanziari non soddisfacenti della target.

■ **Condizioni finanziarie della target:** nell'esperienza statunitense sono presenti numerosi casi di società target in ristrutturazione,

Strumenti finanziari partecipativi
Private equity
USA
CASA Edutainment
SPAC
OTCBB
Unit
Italia
NASDAQ
NYSE
Business combination

verse (1 azione e 5 *warrant*, 2 azioni e 5 *warrant*, 1 azione 1 diritto e 1 *warrant*, 2 azioni e $\frac{1}{3}$ di un *warrant*). È assai utile rimarcare la differenza nella struttura delle unit tra gli anni ante e post crisi finanziaria: la struttura 1 azione e 2 *warrant* è utilizzata fino al 2008, mentre negli anni successivi si privilegiano composizioni contenenti meno *warrant* esercitabili.

Per quanto riguarda il profilo delle target scelte, si evidenzia una frammentazione di settori, con una prevalenza per servizi finanziari (undici operazioni), media (dodici operazioni) e trasporti-logistica (nove operazioni).

Un confronto con l'Italia

A valle di queste considerazioni, è di particolare interesse praticare un confronto con il mercato delle SPAC italiane sulla base di quattro fattori, due di tipo tecnico e altri due riguardanti aspetti riconducibili alla maggiore maturità dell'esperienza USA rispetto a quella italiana.

- **Tempistiche entro cui effettuare la business combination:** nel mercato italia-

SPAC: ITALIA VS USA

- **Tempistiche:** in Italia obbligatoria (24 mesi); in USA possibili estensioni (6 mesi)
- **SPAC liquidate:** in Italia nessun caso; in USA 79 casi
- **Condizioni finanziarie:** in Italia SPAC for growth; in USA SPAC for restructuring
- **Business combination:** in Italia solo acquisizione fusione; in USA anche acquisto di soli asset

Economia & Management

01-GEN-2018

Dir. Resp.: Vincenzo Ferrone

www.datastamp.it

Tiratura: 13000 - Diffusione: 11000 - Lettori: 0: da enti certificatori o autocertificati

da pag. 65
foglio 4 / 7

THEMES C'E SPAC E SPAC. I CASI D'ITALIA E USA

con un elevato rapporto di indebitamento (PFN/PN) e margini reddituali non soddisfacenti (PFN/EBITDA). In alcuni casi, sono i veicoli stessi che nello statuto dichiarano di voler investire il capitale raccolto in società in ristrutturazione. A differenza del mercato italiano, dove si può parlare di *SPAC for growth*, quello statunitense presenta casi di *SPAC for restructuring*.

■ *Nature delle business combination*: il mercato italiano presenta esclusivamente casi di acquisizioni di società e successiva fusione. Il mercato USA propone invece anche esempi di acquisto di soli asset: interessante è il caso di Navios Maritime Holding Corp, SPAC che ha compiuto una business combination acquisendo navi e fondendole successivamente nel veicolo.

A fronte di queste considerazioni sulle SPAC USA, emergono numerosi spunti di riflessione sulle possibilità di importare nel modello italiano alcune delle particolarità di quello oltreoceano, a maggior ragione considerando la forte spinta caratterizzante il mondo SPAC in Italia, che, nel 2017 ha visto quarantotto società, tra le quali IPO Challenger 1 ha già completato la business combination con Pharmnutra e Space 3 ha annunciato di aver trovato in Aquafil la target da acquisire.

Il caso Costa Edutainment di Lorenzo Valentino

Il settore dei parchi divertimento in Italia prende le mosse negli anni Sessanta quando furono aperte le prime strutture dedicate al divertimento delle famiglie. Nel 1964 nasce a Napoli Edenlandia e l'anno successivo è inaugurato il parco Fiabilandia a Rimini. Se inizialmente si trattava di strutture modeste, è negli anni Settanta che un gruppo di imprenditori veneti, prendendo spunto dal modello Disneyland americano, decide di aprire una struttura innovativa sulle coste del Lago di Garda: nasce così Gardaland, il 19 luglio 1975.

Nel corso degli anni, il settore ha visto una rapida evoluzione, ampliando la gamma di attrazioni proposte, che a oggi includono parchi acquatici, faunistici, didattici, a tema e per bambini per un totale di 480 strutture con l'impiego di 25.000 addetti. Il settore ha registrato nel 2016 15 milioni di ingressi, con una maggiore concentrazione nei mesi estivi. Il fatturato dei biglietti venduti si è attestato su un volume di 230 milioni di euro, con valori più elevati in Veneto, Emilia Romagna e Lazio, mentre il fatturato complessivo dei parchi, che comprende le altre prestazioni fornite per i servizi di ristorazione e i bookshop,

raggiunge un valore di 345 milioni di euro.

I parchi divertimento rientrano nel macrosettore dei «Beni di consumo» e, più nello specifico, nel settore «Leisure-Turismo-Ristorazione», che, dal 2012 al novembre 2017 conta, sul mercato italiano, 121 operazioni di M&A, con una media di 20 deal annui. Interessante è notare come la maggior parte dei deal siano domestici: il 72 per cento delle *bidde* è infatti italiano così come il 93 per cento delle target in questione. Il 18 per cento (22 operazioni) fa invece riferimento a operazioni rientranti nell'ambito del private equity (2).

Il profilo della target

Costa Edutainment è il gruppo leader in Italia nella gestione di strutture pubbliche e private dedicate ad attività ricreative, culturali e didattiche.

La società, fondata nel 1993, è attiva nella gestione di asset diversificati, la cui offerta comprende acquari (Genova, Cattolica e Livorno), parchi acquatici (Aquafan di Riccione), parchi tematici meccanici (Italia in Miniatura di Rimini) e parchi faunistici (Oltremare di Riccione e Biosfera), in parte gestiti in concessione e in parte in proprietà.

2) Dati derivanti da elaborazioni interne all'Osservatorio Private Equity & Finanza per la Crescita.



Valter Conca

è professore presso il Dipartimento di Management e Tecnologia dell'Università Bocconi. Insegna nei corsi di Economia Aziendale e Gestione delle Imprese e di Management delle Acquisizioni. Docente Senior di Corporate Finance presso SDA Bocconi School of Management e Direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita.
valter.conca@sdabocconi.it



Linda Longhi

è laureata in Economia e Finanza all'Università Bocconi, dove frequenta l'ultimo anno del MSc in Amministrazione, Finanza Aziendale e Controllo. Attualmente è Research Analyst presso il Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita.
linda.longhi@studbocconi.it

THEMES C'E' SPAC E SPAC, I CASI D'ITALIA E USA

tabella 3 | sintesi dati economico-finanziari al closing (2015, milioni di euro)

Fatturato	51,5
EBITDA	5,3
EBIT	-1,0
PFN	31,5

fonte: Aida database

tabella 4 | sintesi dati economico-finanziari (2016, milioni di euro)

Fatturato	56,3
EBITDA	9,3
EBIT	2,1
PFN	20,7

fonte: Aida database

Il gruppo negli ultimi anni ha subito una profonda evoluzione, a seguito dell'acquisizione di Aquafan e Oltremare (2013) e di Italia in Miniatura (2014).

Al momento della conclusione dell'operazione con VEI Capital, avvenuta nel dicembre 2015, il gruppo esprimeva un fatturato di circa 52 milioni di euro, con un piano industriale che prevedeva per il successivo quinquennio un forte incremento di fatturato e marginalità.

La strategia di crescita indicata dal piano industriale si sviluppava, e tutt'oggi si articola, su quattro direttrici fondamentali:

- il *prodotto*, attraverso il rinnovamento delle strutture e del branding, con l'obiettivo di offrire a una clientela sempre più esigente e diversificata esperienze coinvolgenti, capaci di emozionare, educare e intrattenere;

- la *digital transformation*, attraverso il presidio dei social network e l'implementazione di strumenti digitali quali lo sviluppo dell'e-commerce;

- il *food & beverage*, adeguando l'offerta per renderla rispondente alle richieste del pubblico di oggi, attento a consumare un cibo semplice, genuino e di alta qualità;

- l'*organizzazione*, focalizzandosi sull'efficientamento di processi e la riorganizzazione interna, per massimizzare la coesione e integrazione

tra le strutture del gruppo, potenziando le sinergie.

Il profilo dell'investitore

VEI Capital è una società di investimento in capitale di rischio, promossa da Palladio Holding, con una dotazione iniziale di 513 milioni di euro e un approccio generalista, orientato a investimenti compresi tra i 20 e i 100 milioni di euro di equity.

La società focalizza i propri investimenti su realtà di dimensioni medio-grandi, con elevato potenziale di crescita e opera sui mercati del Sud Europa, mettendo a disposizione delle imprese non solo risorse finanziarie, ma anche il know-how e l'esperienza di un team dedicato.

VEI Capital ha effettuato negli ultimi sette anni nove operazioni di investimento, contribuendo al sostegno dei significativi processi di crescita che le partecipate hanno realizzato, sia per linee interne sia, nella maggior parte dei casi, per linee esterne attraverso acquisizioni (*add-on*).

L'operazione

Il principale obiettivo della famiglia Costa, azionista di riferimento del gruppo, era quello di reperire risorse finanziarie utili a permettere, con una struttura finanziaria equilibrata, un adeguato sostegno a supporto del piano di svi-

luppo, con l'intenzione di mantenere la diretta gestione e la relativa maggioranza azionaria. In tale contesto, era altresì obiettivo della famiglia strutturare un'operazione che mitigasse la potenziale diluizione riveniente da un'operazione di «puro equity», fondata su una valutazione del gruppo in base ai risultati raggiunti, su cui avevano impattato negativamente alcuni eventi eccezionali (per esempio, l'alluvione di Genova dell'ottobre 2014 ed Expo nel 2015), che non rappresentavano le potenzialità *going-forward*.

Recepiti i desiderata della proprietà e valutato positivamente il piano industriale (oggetto anche di assessment da parte di un advisor industriale esterno), nell'autunno 2015 si è raggiunto un accordo preliminare tra VEI Capital e la proprietà di Costa Edutainment, per la finalizzazione di un'operazione mista equity/strumenti finanziari partecipativi (SFP) (Scheda 1).

A fronte dell'esito positivo delle *due diligence* effettuate, VEI Capital ha confermato il proprio interesse a concludere l'operazione: l'investimento infatti si profilava come una positiva occasione per entrare in un settore di interesse, in partnership con uno dei principali player italiani operante da anni nel business, tenuto conto inoltre della possibilità di crea-

THEMES C'E' SPAC E SPAC, I CASI D'ITALIA E USA

tabella 5 | attori coinvolti nell'operazione

Investitore	VEI Capital
Adviser finanziario Costa Edu.	Palladio Corporate Finance
Adviser legale VEI Capital	Lombardi Molinari Segni
Adviser legale Costa Edu.	Studio Carbone e D'Angelo
Tax adviser	Prola Pennuto Zei e Associati
Adviser contabile	New Deal Advisors
Adviser di business	Aecom

tabella 6 | dettagli dell'operazione

Tipologia di operazione	Capitale per lo sviluppo
% di capitale acquisito (€ 5 mln Aiacap)	15,50
EV (riferito alla sola parte di Aiacap)	60,0 milioni di euro

re valore a seguito di una serie di azioni volte all'iniezione di cassa nel gruppo, al fine di perseguire nuove opportunità di investimento. Tali interventi erano finalizzati, da un lato, a migliorare l'attrattiva di alcuni asset e, dall'altro, a rivisitare l'offerta incrementando l'interattività, attraverso un maggior utilizzo della componente tecnologica, il miglioramento dell'offerta food & beverage e l'inserimento di esperienze e attrazioni che aumentassero il tempo medio di permanenza e la conseguente spesa media pro-capite dei visitatori.

L'attrattiva dell'investimento era inoltre supportata dalla possibilità di strutturare il deal in modo da consentire ritorni in linea con le aspettative tipiche di un operatore di private equity e coerenti con l'orizzonte temporale d'investimento (cinque anni) di VEI Capital.

La struttura dell'operazione

Dal punto di vista tecnico e strutturale, l'investimento complessivo è risultato pari a 40 milioni di euro, così suddivisi:

- sottoscrizione di un aumento di capitale di 5 milioni di euro;

■ erogazione di uno strumento finanziario partecipativo convertibile per 15 milioni di euro con rendimento PIK da liquidarsi consensualmente al rimborso *tullet* alla scadenza dello strumento.

Lo strumento finanziario partecipativo, a una data futura da definirsi (ma comunque anteriore all'exit di VEI Capital), è a discrezione di VEI Capital - rimborsabile o convertibile in equity del gruppo Costa, con un rapporto di conversione parametrato alle performance realizzate dal gruppo negli esercizi 2016, 2017, 2018.

VEI Capital ha inoltre la facoltà - a propria esclusiva discrezione e in una determinata finestra temporale - alternativamente di:

- richiedere la conversione degli SFP detenuti in equity Costa sulla base del rapporto di conversione concordato;
- richiedere il rimborso per cassa degli SFP, da liquidarsi entro un determinato termine.

La strutturazione dell'operazione così come descritta ha permesso efficacemente di far fronte ai desiderata sia della proprietà sia di VEI Capital, consentendo da un lato l'immissione di cassa per lo sviluppo del piano industriale e il mantenimento del controllo da parte dei Costa, e dall'altro l'ottenimento di una posizione coerente con quella di un operatore di private equity. ■

Esplora **esmpplus** su www.economiaeconomiamanagement.it



Lorenzo Valentino

è Amministratore Delegato di Palladio Corporate Finance e Managing Partner della capogruppo PFH. È laureato in Economia Aziendale all'Università Bocconi. È dottore commercialista e revisore legale. È stato advisor in diverse operazioni M&A, dal settore assicurativo a quello bancario, dalle TIC al real estate, passando per il settore tessile, aeronautico, meccanico e delle energie rinnovabili.

l.valentino@pfh.eu

Gli strumenti finanziari partecipativi

Gli strumenti finanziari partecipativi (SFP) sono stati introdotti dal legislatore nell'art. 2346, sesto comma, del codice civile, con la riforma del diritto societario del 2003. Gli SFP sono nuove forme di partecipazione al finanziamento di una società, che si pongono in una posizione intermedia rispetto alla partecipazione al capitale di rischio (azioni) e alla partecipazione al debito (obbligazioni).

Peculiarità

Gli SFP si differenziano dalle azioni perché, mentre l'emissione di queste ultime ha un impatto sull'entità del capitale sociale, gli apporti che vengono prestati contestualmente all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi costituiscono un versamento che non viene imputato a capitale.

I titolari degli strumenti, quindi, non acquistano la qualità di soci e non possono esprimere il proprio voto nell'ambito dell'assemblea degli azionisti (salvo casi particolari).

Tali strumenti sono comunque sempre dotati di diritti patrimoniali, assimilabili a quelli propri della partecipazione sociale quali il diritto agli utili ed eventualmente anche quello alla ripartizione del patrimonio attivo in sede di liquidazione della società, ferma restando la possibilità di differenziare e graduare la partecipazione alle perdite.

La differenza rispetto alle obbligazioni è invece rappresentata dalla loro natura partecipativa: i titolari di SFP, infatti, possono vantare diritti amministrativi che, generalmente, non spettano agli obbligazionisti, i quali sono solo dei creditori della società, il cui interesse è quello di avere dei benefici economici attraverso la percezione dell'interesse promesso in sede di emissione. In sostanza, gli strumenti finanziari partecipativi possono essere idonei a dare forma giuridica al cosiddetto *mezzanino*.

Gli SFP possono essere sottoscritti sia da soggetti che siano già soci, sia da terzi non soci; essi vengono emessi a seguito di qualsiasi tipologia di apporto e, pertanto, possono formare oggetto dell'apporto non solo denaro e beni in natura, ma anche opere e servizi.

Diritti attribuiti ai titolari di SFP

I diritti sono di duplice natura e la legge lascia spazio allo statuto per la loro determinazione.

■ **Diritti patrimoniali** possono avere a oggetto la remunerazione dell'investimento effettuato in vario modo. Per esempio, si può prevedere la destinazione di una quota di utili oppure la determinazione di una quota fissa che spetta ai titolari; è possibile anche prevedere un'ipotesi di remunerazione collegata all'andamento economico della società, ma in quest'ultimo caso, ovvero quando i tempi e l'entità del rimborso vengono determinati dall'andamento

economico, si applica la disciplina in materia di obbligazioni, così come stabilito dall'ultimo comma dell'art. 2411 del codice civile.

■ **Diritti amministrativi**: tali diritti possono coincidere, sia per contenuto sia per numero, con quelli propri dell'azionista, a eccezione del diritto di voto in assemblea generale che rimane escluso (salvo quanto diremo più avanti), ma possono anche essere dotati, nei limiti previsti dal legislatore, di diritti diversi da quelli propri dell'azionista. A titolo di esempio, possiamo ricordare:

- il potere di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza;
- il diritto di richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione;
- il diritto di designare figure dirigenziali in determinati rami aziendali;
- il diritto di essere consultati in sede di relazione del bilancio;
- la possibilità di domandare informazioni agli amministratori oppure di ispezionare i libri sociali;
- la possibilità di impugnare le deliberazioni assembleari o di denuncia di gravi irregolarità, tuttavia con un limite minimo percentuale, rispetto al valore complessivo degli SFP, per poter esercitare tale diritto;
- il diritto di intervento in assemblea o in consiglio di amministrazione a scopo meramente informativo;
- infine, nell'ambito dei diritti amministrativi è previsto anche il diritto di voto; non si tratta di una possibilità esercitabile sempre e in ogni caso (altrimenti si parlerebbe di soci, cioè azionisti), ma limitata ad argomenti specificamente predeterminati.

Gli strumenti finanziari partecipativi appaiono pertanto idonei, quanto meno con riferimento ai diritti amministrativi di cui possono essere dotati, a essere impiegati nelle operazioni di *private equity*.

Si pensi per esempio, nell'ambito dell'autonomia con cui gli SFP possono essere strutturati, alla possibilità di dotare tali strumenti di un diritto di conversione automatica in azioni ordinarie al ricorrere di determinate circostanze (quali, per esempio, il raggiungimento di determinati obiettivi o la quotazione su un mercato regolamentato al fine di conseguire un *capital gain* (tipico della finalità del *private equity*); oppure alla possibilità di prevedere un'opzione di vendita (*put*) allo scadere di un determinato periodo o al verificarsi di determinate circostanze, in modo da consentire un'effidente *way-out* all'investitore di *private equity*.