



CONFINDUSTRIA
VENETO EST

Area Metropolitana
Venezia Padova Rovigo Treviso

Modelli di *governance* a confronto: un *benchmark* per la crescita delle aziende

Avv. Federico Vermicelli – Avv. Luigi Chiarella

Treviso, 5 marzo 2024

BonelliErede

with LOMBARDI

Agenda

01

L'ingresso nel capitale sociale di un fondo di private equity

- Pattuizioni parasociali tipiche e “personalizzazione” dei diritti attinenti alla *governance* della *target*.
- Disinvestimento e, in particolare, la quotazione.

02

La distinzione fra quotazione sul mercato “principale” (Euronext Milan) e quotazione sul mercato “secondario” (Euronext Growth Milan)

- Requisiti formali di ammissione e *on going*.
- Autorità di vigilanza e controllo competenti.

03

Il consiglio di amministrazione delle società quotate sul mercato “principale” (Euronext Milan) e delle società quotate sul mercato “secondario” (Euronext Growth Milan)

- Struttura e composizione. Il meccanismo del voto di lista.
- I comitati endoconsiliari.

04

Gli strumenti per conservare “post-quotazione” il controllo societario

- Maggiorazione del diritto di voto (*Euronext Milan*) e le azioni a voto plurimo (*Euronext Growth Milan*).
- Patti parasociali: contenuto, durata e pubblicità.

L'ingresso nel capitale sociale di un fondo di *private equity*

Pattuizioni parasociali tipiche e “personalizzazione” dei diritti attinenti alla governance della target

Scenario A: il fondo di *private equity* come socio di maggioranza della target a seguito del completamento dell'operazione di investimento

Diritti di *governance* riservati al fondo⁽¹⁾

- Diritto di designazione della maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione (incluso l'AD) e dell'organo di controllo.
- Diritto di designazione dei *key manager*.

(1) **Diritti del socio di minoranza:** (a) diritto di veto sulle deliberazioni assembleari aventi a oggetto specifiche materie⁽²⁾; (b) diritto di veto sulle deliberazioni consiliari aventi a oggetto specifiche materie di rilevanza strategica⁽²⁾; e (c) diritto di designazione di uno o più membri dell'organo di amministrazione e dell'organo di controllo.

(*) **Meccanismi di risoluzione di uno stallo decisionale** (c.d. *dead lock*) (e.g., *put and call*, clausola di *russian roulette*).

Regime di circolazione delle partecipazioni/ *exit*⁽²⁾⁽³⁾

- Divieto di trasferimento delle partecipazioni per un determinato periodo di tempo non superiore a 5 anni (c.d. *lock-up*).
- Diritto di prima offerta (c.d. *right of first offer*) e diritto di allineamento (c.d. *right to match*) o diritto di prima negoziazione qualora il socio di minoranza intenda trasferire la propria partecipazione a un terzo.
- Diritto di trascinarsi del socio di minoranza (c.d. *drag along right*) qualora il fondo di *private equity* intenda trasferire tutta (e non parte de) la propria partecipazione.
- Procedura di vendita e/o quotazione (vd. *infra* slide n. 5).

(2) **Diritti del socio di minoranza:** diritto di co-vendita (c.d. *tag along right*) di una percentuale della propria partecipazione [proporzionale] a quella che il fondo di *private equity* intenda trasferire a un terzo.

(3) Il divieto e i diritti descritti nella tabella di cui sopra non trovano applicazione nel caso dei cc.dd. Trasferimenti Consentiti.

L'ingresso nel capitale sociale di un fondo di *private equity*

Pattuizioni parasociali tipiche e “personalizzazione” dei diritti attinenti alla governance della target

Scenario B: il fondo di private equity come socio di minoranza della target a seguito del completamento dell'operazione di investimento

Diritti di *governance* riservati al fondo⁽⁴⁾

- **Diritto di veto sulle deliberazioni assembleari** aventi a oggetto specifiche materie (e.g., (a) modifiche dello statuto sociale che incidano negativamente sui diritti attribuiti al fondo di *private equity*, e (b) operazioni di fusione, integrazione, o scissione)^(*).
- **Diritto di veto sulle deliberazioni consiliari** aventi a oggetto specifiche materie di rilevanza strategica (e.g., approvazione *business plan* e *budget*)^(*).
- **Diritto di designazione** di uno o più membri dell'organo di amministrazione e dell'organo di controllo, fermo restando che la designazione della maggioranza dei membri di entrambi gli organi (incluso, tra gli altri, l'AD)⁽⁵⁾ spetta al socio di maggioranza.

(4) I diritti descritti nella tabella di cui sopra vengono riconosciuti al fondo di *private equity* fintanto che detiene una predeterminata percentuale del capitale sociale della *target*.

(*) **Meccanismi di risoluzione di uno stallo decisionale** (c.d. *dead lock*) (e.g., *put and call*, clausola di *russian roulette*).

(5) Si prevede una specifica procedura di sostituzione in caso di evento di *underperformance*.

Regime di circolazione delle partecipazioni/*exit*⁽⁶⁾

- **Divieto di trasferimento delle partecipazioni per un determinato periodo di tempo non superiore a 5 anni** (c.d. *lock-up*).
- **Diritto di prima offerta** (c.d. *right of first offer*) e **diritto di allineamento** (c.d. *right to match*) o **diritto di prima negoziazione** qualora il socio di maggioranza intenda trasferire la propria partecipazione a un terzo.
- **Diritto di co-vendita** (c.d. *tag along right*) di una percentuale della propria partecipazione [proporzionale] a quella che il socio di maggioranza intenda trasferire a un terzo.
- **Diritto di esercitare un'opzione di vendita della propria partecipazione** (c.d. *put option*) o di **recesso** in caso di un trasferimento indiretto del socio di maggioranza diverso da un Trasferimento Consentito.
- **Procedura di vendita e/o quotazione** (vd. *infra* slide n. 5).

(6) Il divieto e i diritti indicati nella tabella di cui sopra non trovano applicazione nel caso dei cc.dd. Trasferimenti Consentiti, salvo per quanto diversamente ed espressamente indicato.

L'ingresso nel capitale sociale di un fondo di *private equity*

Disinvestimento e, in particolare, la quotazione

- Decorso il *periodo di lock-up*, anche nel contesto di un processo a doppia traccia (c.d. *dual track process*), il fondo di *private equity* avrà il diritto di avviare (o, a seconda delle intese delle parti, tutti i soci avranno il diritto di proporre) una **procedura di vendita congiunta (c.d. *trade sale*) dell'intero capitale sociale della target**, da realizzarsi anche mediante asta competitiva.
- Il fondo di *private equity* e il socio di minoranza avranno il diritto di nominare come M&A *advisor*, rispettivamente, un *advisor* finanziario indipendente al fine di sollecitare offerte da parte di un terzo (quest'ultimo, eventualmente, selezionato da una lista concordata tra le parti).
- Il fondo di *private equity*, che accetta di vendere la propria partecipazione nell'ambito di tale procedura di vendita, avrà il **diritto di richiedere a tutti gli altri soci di vendere tutte le proprie partecipazioni** agli stessi termini offerti al socio venditore, a condizione che il prezzo sia almeno pari all'equo valore di mercato di tale partecipazione come risultante dall'applicazione dei criteri di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione previsti in caso di recesso.

- Decorso il *periodo di lock-up*, anche nel contesto di un processo a doppia traccia (c.d. *dual track process*), il fondo di *private equity* avrà il diritto di avviare (o, a seconda delle intese delle parti, tutti i soci avranno il diritto di proporre) un **processo di IPO**.
- Il fondo di *private equity* e il socio di minoranza avranno il diritto di designare, rispettivamente, un *global coordinator*.
- **La parte che non ha dato avvio al processo di IPO, sarà libera di scegliere se partecipare al Processo di IPO e vendere le proprie azioni nell'ambito di tale processo.**

Case study – OPA L Catterton/Tod's



La distinzione fra quotazione sul mercato “principale” (*Euronext Milan*) e quotazione sul mercato “secondario” (*Euronext Growth Milan*)

Requisiti formali di ammissione e on going. Autorità di vigilanza e controllo competenti

	EURONEXT MILAN	EURONEXT GROWTH MILAN
Requisiti formali in IPO		
Flottante	25%	10% - 5 investitori istituzionali ⁽⁷⁾
Bilanci certificati	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / <i>Retail</i>	Principalmente istituzionale (<i>retail</i> con offerte < €8m)
Altri documenti	Prospetto informativo	Documento di ammissione
Market Cap (€)	≥40m	Nessun requisito formale
Investor relations manager	Raccomandato	Obbligatorio
Principale Advisor	<i>Listing Agent / Global coordinator</i>	<i>Euronext Growth Advisor / Global Coordinator</i>
CdA (n. indipendenti)	2 (se n. complessivo degli amministratori >7) ⁽⁸⁾	1
Requisiti formali on going		
Codice di Corporate Governance	<i>Comply or explain</i>	Facoltativo
Informativa contabile	TUF e Regolamento Emittenti	MAR e Regolamento <i>Euronext Growth Milan</i>
Autorità		
	CONSOB	Banca d'Italia

(7) Almeno per il 7,5% deve essere sottoscritto da minimo 5 investitori istituzionali (art. 6, Regolamento Emittenti, EGM, Parte Seconda – Linee Guida).

(8) Si precisa che l'art. 2 del Codice di *Corporate Governance* raccomanda, *inter alia*, che: (a) l'organo di amministrazione comprenda almeno n. 2 (due) amministratori indipendenti, diversi dal presidente; (b) nelle società grandi a proprietà concentrata gli amministratori indipendenti costituiscono almeno 1/3 dell'organo di amministrazione; e (c) nelle società grandi diverse da quelle *sub* (b) gli amministratori indipendenti costituiscano almeno la metà dell'organo di amministrazione.

Il consiglio di amministrazione delle società quotate sul mercato “principale” (*Euronext Milan*) e delle società quotate sul mercato “secondario” (*Euronext Growth Milan*)

Struttura e composizione. Il meccanismo del voto di lista



Quote di genere

- **Il genere meno rappresentato** deve ottenere almeno **2/5 degli amministratori eletti** (art. 147-ter TUF).
- Tale criterio di riparto si applica per **n. 6 (sei) mandati consecutivi**.
- In caso di mancato rispetto del criterio di riparto, la CONSOB diffida la società interessata affinché si adegui entro il termine massimo di n. 4 (quattro) mesi dalla diffida.
- **Sanzioni**: da Euro 100,000 a Euro 1,000,000 fino alla decadenza degli amministratori eletti in caso di inottemperanza.

Esponente delle minoranze

Il consiglio di amministrazione è composto da **almeno un componente espresso dalla lista di minoranza** che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti (147-ter, comma 3, TUF)

Il consiglio di amministrazione delle società quotate sul mercato “principale” (*Euronext Milan*) e delle società quotate sul mercato “secondario” (*Euronext Growth Milan*)

Struttura e composizione. Il meccanismo del voto di lista

EXM

- Lo statuto determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste di candidati in misura non superiore a 1/40 del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla CONSOB con regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate (art. 147-ter, comma 1, TUF).
- Lo statuto può prevedere che non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito una % di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse (art. 147-ter, comma 1, TUF).
- Il deposito delle liste è da effettuare entro il 25° giorno precedente la data dell'assemblea convocata per deliberare sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e sono messe a disposizione del pubblico almeno 21 giorni prima (art. 147-ter, comma 1-bis, TUF).

EGM

- L'adozione della procedura del voto di lista è facoltativa⁽⁹⁾.
- Qualora fosse adottata, il meccanismo del voto di lista dovrà essere puntualmente disciplinato nello statuto in osservanza della disciplina codicistica.

(9) Il 79% delle società ha introdotto in statuto il meccanismo del voto di lista per la nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale (Fonte: Osservatorio EGM di IR Top Consulting, Luglio 2023).

Il consiglio di amministrazione delle società quotate sul mercato “principale” (*Euronext Milan*) e delle società quotate sul mercato “secondario” (*Euronext Growth Milan*)

Struttura e composizione. Il meccanismo del voto di lista

Indipendenza⁽¹⁰⁾

- **Requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci** (art. 147-ter, comma 4, TUF). Pertanto non possono essere considerati indipendenti (a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall’art. 2382 c.c. (*e.g.*, interdetto, inabilitato, ecc.); (b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, o parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; e (c) coloro che sono legati alla società (o alle controllate o controllanti o soggette a comune controllo di quest’ultima) ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera (b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettono l’indipendenza (art. 148, comma 3, TUF).

(10) Si precisa che per gli amministratori indipendenti delle società quotate sul mercato “principale” è raccomandato anche il possesso dei requisiti di indipendenza di cui all’art. 2 del Codice di *Corporate Governance*.

Onorabilità

- Non possono ricoprire la carica di amministratore: (a) coloro i quali siano stati sottoposti a misure di prevenzione antimafia; (b) coloro i quali siano stati condannati a pena detentiva, con sentenza irrevocabile (anche a seguito di patteggiamento), per taluni reati previsti dalla normativa sull’attività bancaria, finanziaria, assicurativa, nonché dalle norme in materia di mercati e strumenti finanziari e degli strumenti di pagamento; o, ancora, di reati tributari; di delitti previsti dalle disposizioni penali in materia di società, consorzi ed altri enti privati di cui al libro V del Codice Civile; di reati fallimentari; di delitti contro la Pubblica Amministrazione (in caso di condanna alla reclusione per un periodo non inferiore a sei mesi); e (c) coloro i quali siano stati condannati alla reclusione per un periodo di tempo non inferiore ad un anno per un qualunque delitto non colposo.

Il consiglio di amministrazione delle società quotate sul mercato “principale” (*Euronext Milan*) e delle società quotate sul mercato “secondario” (*Euronext Growth Milan*)

I comitati endoconsiliari

- L'organo di amministrazione istituisce al proprio interno **comitati con funzioni istruttorie, propositive e consultive, in materia di nomine, remunerazioni e controllo e rischi.**
- Le funzioni attribuite dal Codice di *Corporate Governance* ai comitati possono essere distribuite in modo differente o accorpate anche in un solo comitato, purchè ne sia fornita un'adeguata informativa.

Comitato Nomine

È composto **in maggioranza da amministratori indipendenti.**

Comitato Parti Correlate⁽¹¹⁾

È composto **esclusivamente da amministratori indipendenti.**

(11) La costituzione di tale comitato non è obbligatoria per gli emittenti EGM; ove necessario, eserciterà funzioni equivalenti l'amministratore indipendente.

Comitato Controllo e Rischi

È composto da soli **amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti** ed è presieduto da un amministratore indipendente.

Comitato Remunerazione

È composto da soli **amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti** ed è presieduto da un amministratore indipendente.

Il consiglio di amministrazione delle società quotate sul mercato “principale” (*Euronext Milan*) e delle società quotate sul mercato “secondario” (*Euronext Growth Milan*)

I comitati endoconsiliari

Comitato Nomine^(*)

- Autovaluta l'organo di amministrazione e dei suoi comitati.
- Definisce la composizione ottimale dell'organo di amministrazione e dei suoi comitati.
- Individua i candidati alla carica di amministratore in caso di cooptazione.
- Eventuale presentazione di una lista da parte dell'organo di amministrazione uscente da attuarsi secondo modalità che ne assicurino una formazione e una presentazione trasparente.
- Predispone, aggiorna e attua l'eventuale piano per la successione dell'AD e degli altri amministratori esecutivi.

Comitato Remunerazione^(*)

- Coadiuvare il consiglio di amministrazione nell'elaborazione della politica per la remunerazione.
- Presenta proposte o esprime pareri sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di *performance* correlate alla componente variabile di tale remunerazione.
- Monitora la concreta applicazione della politica per la remunerazione e verifica, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di *performance*.
- Valuta l'adeguatezza e la coerenza complessiva della politica per la remunerazione degli amministratori e del *top management* periodicamente.

Comitato Controllo e Rischi^(*)

- Valuta il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato.
- Esamina le relazioni periodiche e quelle di particolare rilevanza predisposte dalla funzione di *internal audit*.
- Monitora l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di *internal audit*.
- Riferisce all'organo di amministrazione, almeno in occasione dell'approvazione della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta e sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Il consiglio di amministrazione delle società quotate sul mercato “principale” (*Euronext Milan*) e delle società quotate sul mercato “secondario” (*Euronext Growth Milan*)

I comitati endoconsiliari

- Il Comitato OPC esprime un **motivato parere non vincolante** sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.
- Quando un'operazione di maggiore rilevanza è di competenza dell'assemblea, qualora la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori indipendenti, le procedure contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento.
- In occasione di operazioni di maggiore rilevanza, le società ne danno informazioni al pubblico predisponendo un documento informativo.

- In caso di **operazione di maggiore rilevanza**, il Comitato OPC esprime un **motivato parere vincolante** sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.
- Se il Comitato OPC rilascia un parere negativo, l'operazione potrà essere realizzata solo se approvata dall'assemblea con quorum specifici (“meccanismo di whitewash”) e solo se tale meccanismo è previsto dalla Procedura OPC della società.
- Le società ne danno informazioni al pubblico predisponendo un documento informativo.
- In caso di **operazione di minore rilevanza**, il Comitato OPC esprime un **motivato parere non vincolante** sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Gli indici che rilevano ai fini della qualificazione di un'operazione con parti correlate (che si applicano a seconda della natura dell'operazione) sono: (a) **indice di rilevanza del controvalore**; (b) **indice di rilevanza dell'attivo**; e (c) **indice di rilevanza delle passività**.

Gli strumenti per conservare “post-quotazione” il controllo societario

Maggiorazione del diritto di voto (*Euronext Milan*) e le azioni a voto plurimo (*Euronext Growth Milan*)

EXM – Maggiorazione del diritto di voto

- Per azioni “a voto maggiorato” si intendono **le azioni ordinarie che “contano” due voti anziché uno** (art. 127-*quinquies* TUF).
- Non costituiscono una categoria speciale di azioni, ma rappresentano un **beneficio di portata generale riconosciuto**, personalmente e su base non discriminatoria, **a tutti quei soci che si trovino in una determinata situazione oggettiva (i.e., titolarità delle azioni per un periodo continuativo – non inferiore a 24 mesi – a decorrere dalla data di iscrizione nell’apposito registro)** (art. 127-*quinquies*, comma 1, TUF)⁽¹²⁾. Pertanto viene automaticamente meno in caso di trasferimento delle azioni da parte del socio⁽¹³⁾.
- **Incompatibilità delle azioni a voto plurimo con l’istituto della maggiorazione del diritto di voto** (art. 127-*sexies*, comma 3, TUF).
- **DDL Capitali** – Aumento del massimo di unità attribuibili a ciascuna azione (da 3 a 10).

(12) Qualora la deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto sia adottata nel corso del procedimento di quotazione, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nel registro (art. 127-*quinquies*, comma 7, TUF).

(13) Si precisa che, in caso di cessione parziale della rispettiva partecipazione, il socio manterrà il diritto alla maggiorazione del voto per le azioni non oggetto di trasferimento.

EGM – Azioni a voto plurimo⁽¹⁴⁾

- Categoria speciale di azioni (art. 2348 c.c.) che attribuisce ai rispettivi titolari un **diritto di voto superiore a 1 (uno) e fino ad un massimo di 3 (tre) per azione** (art. 2351 c.c.).
- Salvo ipotesi eccezionali, le azioni a voto plurimo **non possono essere previste dagli statuti delle società quotate sull’Euronext Milan** (art. 127-*sexies* TUF).

(14) Le azioni a voto plurimo sono state adottate da n. 14 società (7% del totale) e solo in due casi *post* IPO (Fonte: Osservatorio EGM di IR Top Consulting, Luglio 2023).

Gli strumenti per conservare “post-quotazione” il controllo societario

Patti parasociali: contenuto, durata e pubblicità.

In un’ottica di tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza si è inteso:

- (a) regolando il profilo della pubblicità, **garantire assoluta trasparenza degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate**; e
- (b) regolando il profilo della durata, **evitare la cristallizzazione di posizioni di potere nella mani di una minoranza** (e, quindi, **valorizzare la contendibilità del controllo**).

Contenuto

I patti, in qualunque forma stipulati, (i) aventi per oggetto **l’esercizio del diritto di voto** (art. 122, comma 1, TUF), o che (ii) **istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l’esercizio del diritto di voto**, o che (iii) hanno per oggetto o per effetto **l’esercizio anche congiunto di un’influenza dominante** (art. 122, comma 5, TUF), nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano.

Durata

- Durata massima pari a **3 anni**; rinnovabili alla scadenza (art. 123, comma 1, TUF).
- Diritto di recesso con **preavviso di 6 mesi dai patti stipulati a tempo indeterminato** (art. 123, comma 2, TUF).
- Diritto di recesso **senza preavviso in caso di OPA/OPSC ex artt. 106 o 107 TUF** (art. 123, comma 3, TUF).

Pubblicità⁽¹⁵⁾

- Comunicati alla CONSOB.
- Pubblicati per estratto su un quotidiano a diffusione nazionale.
- Depositati presso il Registro delle Imprese del luogo ove l’emittente ha la sua sede.
- Comunicati all’emittente.

(15) Divieto di esercitare il diritto di voto inerente alle azioni quotate per le quali non sono stati adempiuti gli obblighi di pubblicità di cui sopra (art. 122, comma 4, TUF).

Grazie per l'attenzione!

belex.com

