

P O R T O L A N O
C A V A L L O
s t u d i o l e g a l e

M&A TAX LITIGATION ADV
EMPLOYMENT TV INTERNET IP
BRANDS TECHNOLOGY

*DRAG-ALONG, TAG-ALONG, CORPORATE
GOVERNANCE, E ALTRE PATTUZIONI
TIPICHE DELLE OPERAZIONI DI
PRIVATE EQUITY DAL 2008 AL 2012*

STANDARD DI MERCATO E TREND DI SVILUPPO

di Manuela Cavallo e Francesco Portolano

p o r t o l a n o . i t

Abstract

La riforma del diritto societario del 2004 ha previsto per gli statuti di società la possibilità di contenere pattuizioni tipiche delle operazioni di *private equity* (*tag-along*, *drag-along*, clausole di riscatto, etc.), mentre anteriormente alla riforma la maggior parte di tali clausole potevano essere esclusivamente inserite nei patti parasociali. **Tale innovazione è stata unanimemente giudicata positivamente, in quanto consente maggiore flessibilità alle parti/soci di definire lo statuto sociale in maniera adeguata ai loro accordi.**

Allo stesso tempo, la riforma ha però introdotto un limite massimo di durata per i patti parasociali di cinque anni.

Su un piano teorico, dall'effetto combinato **di questa limitazione temporale e del nuovo contenuto possibile degli statuti sarebbe dovuto derivare il trasferimento all'interno degli statuti del contenuto dei patti parasociali, per evitare il limite dei cinque anni e per beneficiare dei vantaggi derivanti dalla efficacia degli statuti nei confronti dei terzi (e non solo della controparte contrattuale).**

Al fine di verificare in concreto tale teorica conclusione è stato analizzato un campione di oltre 80 statuti di *portfolio companies* italiane di operatori di *private equity* acquisite nel periodo 2008-2011. In particolare la ricerca è stata finalizzata a determinare se, in che misura ed eventualmente in dipendenza di quali variabili gli operatori di *private equity* si siano effettivamente avvalsi della maggiore flessibilità sul contenuto degli statuti consentita dalla riforma del diritto societario.

Le pagine che seguono descrivono i risultati preliminari di tale ricerca.

La riforma del diritto societario del 2004 contiene innovazioni positive, ma anche negative

ASPETTI POSITIVI

- introduzione di numerosi nuovi strumenti
 - **azioni con diritto di riscatto**
 - strumenti finanziari
 - etc.
- potenziamento di strumenti esistenti (es.: classi di azioni)
- possibilità di inserire negli statuti tipiche pattuizioni parasociali (es.: *drag-along*, *tag-along*, clausole sulla *governance*, etc.)
- particolare rilevanza nel settore del *Private Equity*

ASPETTI NEGATIVI

- introduzione, nell'ambito della nuova disciplina dei patti parasociali, di un limite massimo di durata di cinque anni

Modifica della funzione dei patti parasociali, del contenuto, ruolo e funzione degli statuti

Gli statuti possono diventare il documento "contrattuale" principale

- Il patto parasociale, essendo efficace per un massimo di cinque anni, non garantisce sufficiente protezione degli interessi delle parti
- l'inserimento nello statuto della target di clausole tipiche dei patti parasociali presenta alcuni vantaggi, e qualche svantaggio:

VANTAGGI

- efficacia cd. "reale". Vale a dire che le pattuizioni contenute nello statuto sono efficaci non solo tra le parti ma anche contro terzi (compresa, innanzitutto, la stessa società)
- non si applica il limite di durata di cinque anni dei patti parasociali

CONTRO

- gli statuti sono pubblici
- l'inserimento nello statuto di clausole quali *drag-along*, etc. comporta maggiori complessità di redazione
- maggiore dispendio di risorse (costi/tempi)
- è maggiormente complesso l'"undo"

Il patto parasociale dovrebbe quindi evolvere da documento principale (con lo statuto in funzione accessoria e secondaria) a "contratto quadro" (con lo statuto in funzione centrale e principale nel corso del rapporto).

Finalità della ricerca

La ricerca si propone di raggiungere varie finalità:

- verificare se le opportunità offerte dalla riforma siano state effettivamente utilizzate; verificare quindi se il ruolo, funzione e rapporto reciproco dei patti parasociali e degli statuti siano cambiati a seguito della riforma
- identificare e definire eventuali “standard di mercato” in base a una rilevazione empirica oggettiva, piuttosto che sulla base di impressioni soggettive
- **identificare tra le varie soluzioni adottate le *best practices*, la loro evoluzione nel tempo, etc.**, anche al fine fornire supporto nella negoziazione di singoli investimenti
- fornire uno strumento di formazione per i professionisti coinvolti nella ricerca e quelli del Practice Group di diritto societario dello studio
- svolgere un progetto sofisticato, innovativo, rigoroso, di valenza “scientifica”, ripetibile negli anni con approfondimenti e profili diversi

Caratteristiche del campione di analisi

Il campione è definito con l'assistenza del Private Equity Monitor ed è estratto dal database PEM.

In particolare, il campione è così caratterizzato:

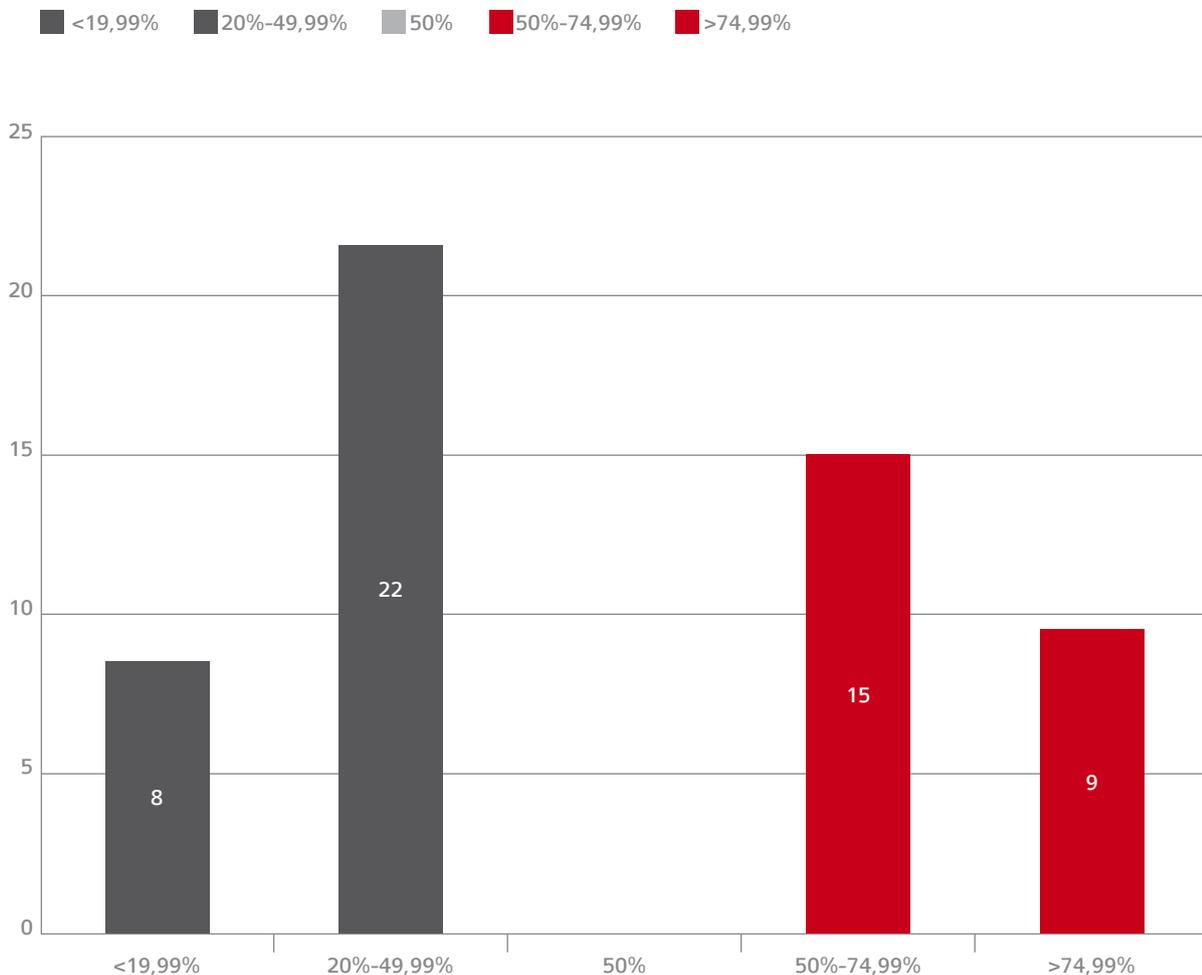
- circa 80 investimenti realizzati da fondi di *private equity* italiani o stranieri in società italiane
- degli investimenti analizzati, alcuni sono stati esclusi dalla ricerca per vari motivi (dati non aggiornati presso il Registro delle Imprese, statuti privi di qualsiasi pattuizione parasociale, etc.)
- "maggioranze" e "minoranze"
- tutti i tipi di investimento: (start-up, early stage, etc.)
- investimenti chiusi nel periodo 2008 – 2011

Pur non avendo una rilevanza su un piano scientifico-statistico, il campione fornisce comunque uno spaccato non trascurabile della prassi di mercato del *private equity* in Italia.

Metodologia

- Il gruppo di lavoro è composto da avvocati senior e junior e praticanti di Portolano Cavallo. Ciascuna società viene assegnata ad un sottogruppo composto da professionisti junior e senior, al fine di consentire controlli incrociati e verifiche per ridurre il margine di errore
- L'analisi viene compiuta su statuti e altra documentazione analoga rilevante (assemblee, elenchi soci, etc.) reperibile presso i Registri delle Imprese
- Nel compiere l'analisi si è risaliti nella catena societaria fino al veicolo nel quale si presenta la pluralità di interessi:
- qualora la società italiana sia controllata da un veicolo straniero la ricerca viene «sospesa» non può essere compiuta per la mancanza di conoscenza del diritto straniero da parte dei nostri professionisti
- Per ciascuna società e relativo statuto vengono redatte delle schede descrittive delle caratteristiche della società nonché delle clausole rilevanti ai fini della ricerca
- Successivamente i componenti del gruppo di lavoro procedono alla compilazione per ciascuna società target di un questionario costituito da circa 70 domande a risposta "chiusa" (al fine di poter estrarre ed analizzare i dati quantitativamente)
- I risultati mostrati di seguito potranno subire qualche variazione in funzione delle verifiche residuali da compiere per gli investimenti compiuti nel 2011

Distribuzione degli investimenti per quota di partecipazione del fondo

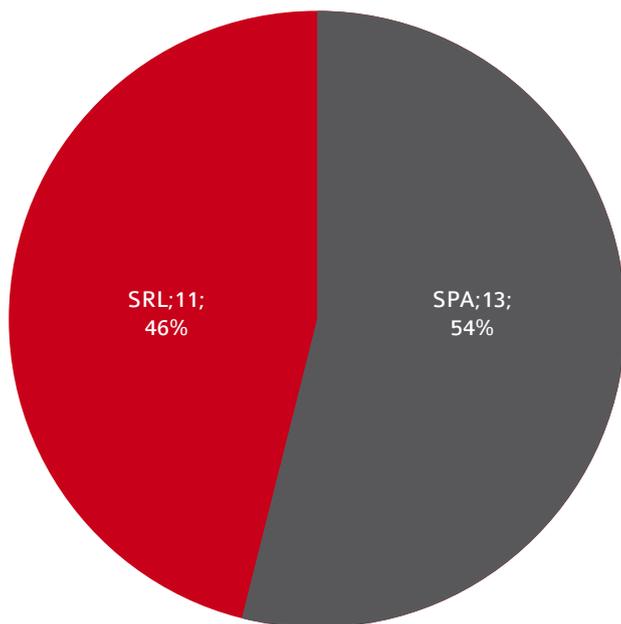


30 Minoranze = 56%
24 Maggioranze = 44%

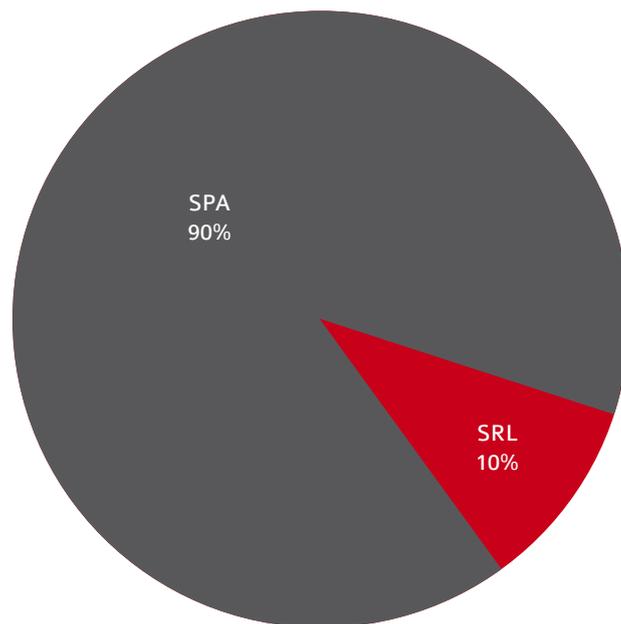
Investimenti 100% sono esclusi dall'analisi

Negli investimenti di maggioranza la società target è costituita quasi sempre nella forma della S.p.A.

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

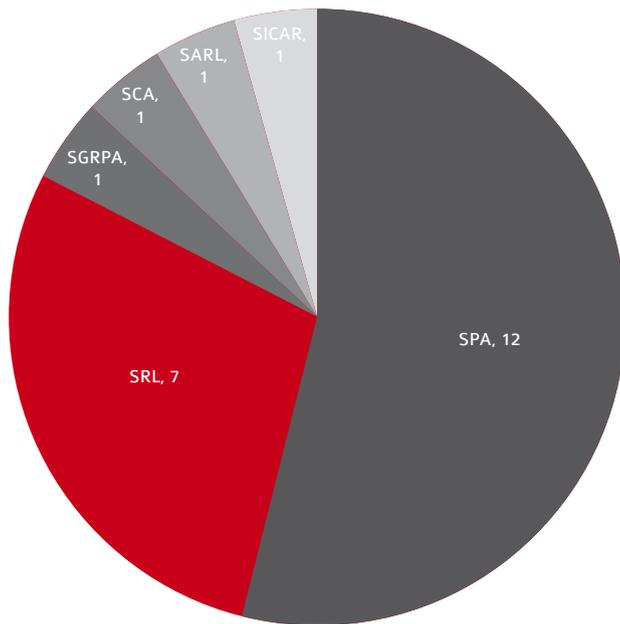


Quando il fondo è minoranza la SPA è preferita molto più che proporzionalmente

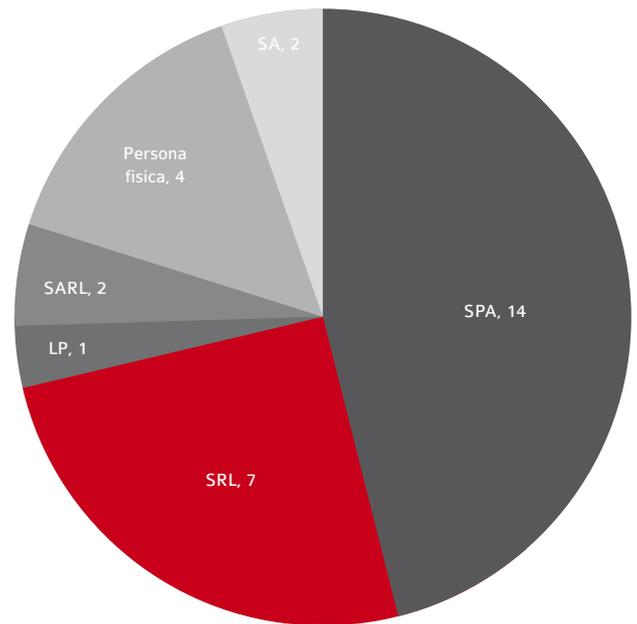
La SRL sembra essere considerata un veicolo meno sofisticato. Ciò forse è dovuto ad alcune lacune nella disciplina e all'esistenza di norme inderogabili potenzialmente controproducenti (es.: responsabilità dei soci). La SPA invece appare come uno strumento più sofisticato, che consente maggiore protezione del fondo.

L'azionista di controllo della Target è costituito molto spesso nella forma della S.p.A.

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza



L'azionista di controllo (sia esso il fondo o meno) in genere è una società italiana, anche in questo caso con preferenza (non molto marcata) per l'uso delle S.p.A.

In 8 investimenti di maggioranza il fondo dichiara di svolgere "direzione e coordinamento" sulla Target

La legge richiede per ogni società l'indicazione della "capogruppo" che svolge attività di direzione e coordinamento

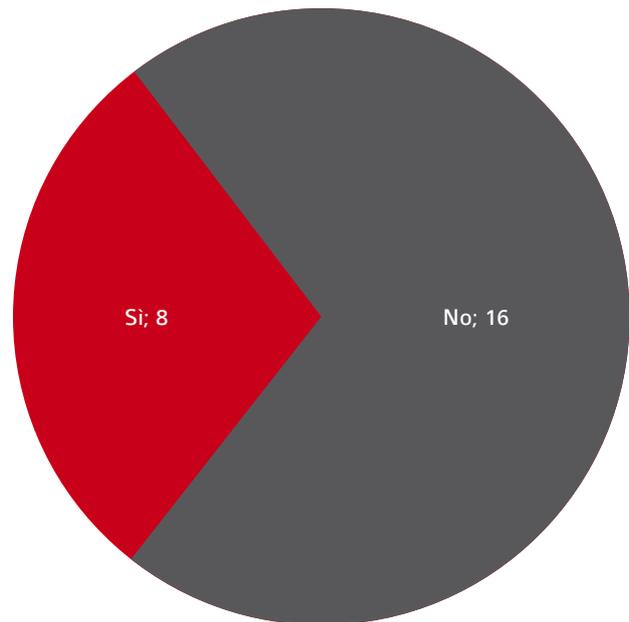
La società "capogruppo" è responsabile in alcuni casi per le attività della società "diretta"

E quindi fondamentale identificare correttamente il soggetto "capogruppo"

Il fondo, dichiarando di svolgere attività di direzione e coordinamento rischia di essere responsabile direttamente per le passività della società target

Potenziale responsabilità del fondo verso i soci e creditori della target, anche oltre l'ammontare investito

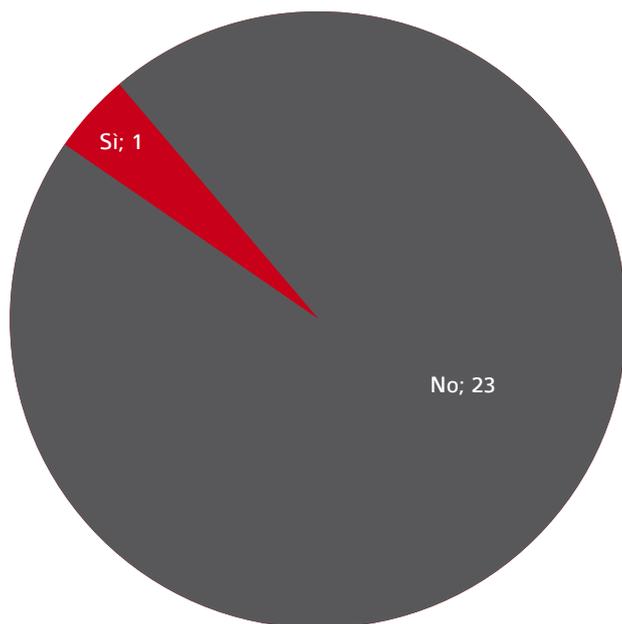
Il fondo dichiara di svolgere attività di direzione e coordinamento?



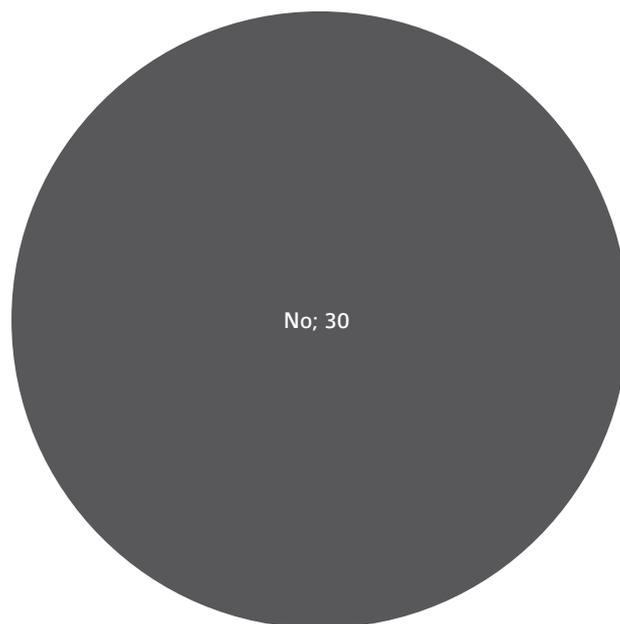
Contrariamente alle aspettative il fondo non ha quasi mai un privilegio nella distribuzione degli utili

Lo statuto prevede un privilegio del fondo nella distribuzione di utili?

Investimenti di maggioranza



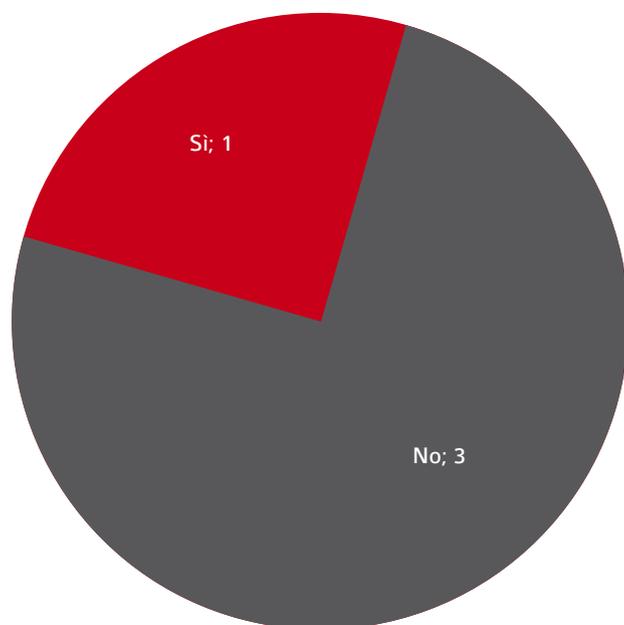
Investimenti di minoranza



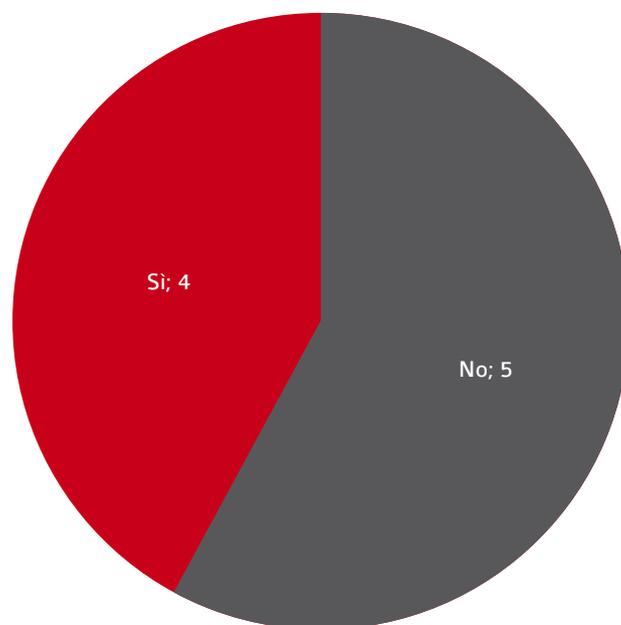
Il divieto di cessione (*lock-up*) è una pattuizione relativamente frequente

Lo statuto prevede un periodo di *lock-up*?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

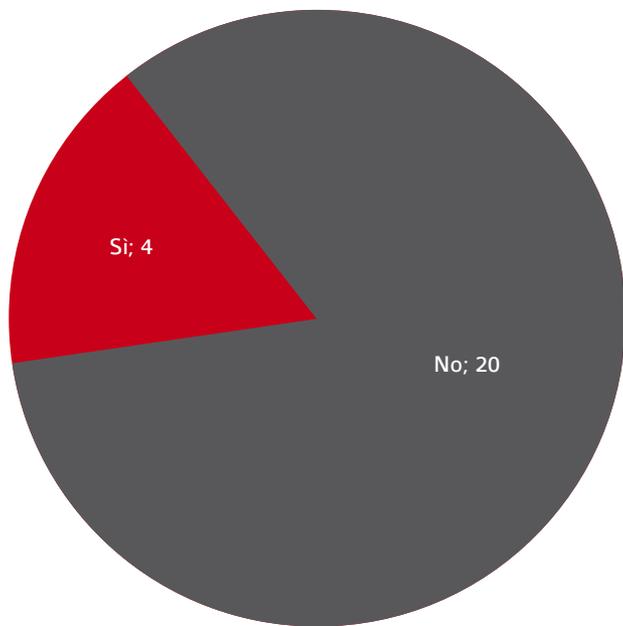


La ricerca traccia l'esistenza di clausole di *lock-up* solo per gli investimenti 2011

Il fondo ha normalmente il *tag-along* solo negli investimenti di minoranza (ma non in tutti questi)

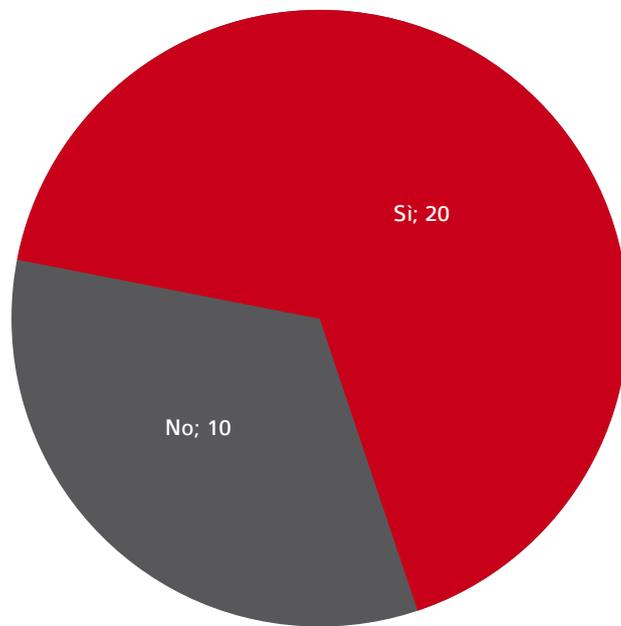
Lo statuto prevede il *tag-along* del fondo?

Investimenti di maggioranza



Singolare il caso del fondo che, pur essendo in maggioranza, ha comunque un *tag-along*

Investimenti di minoranza

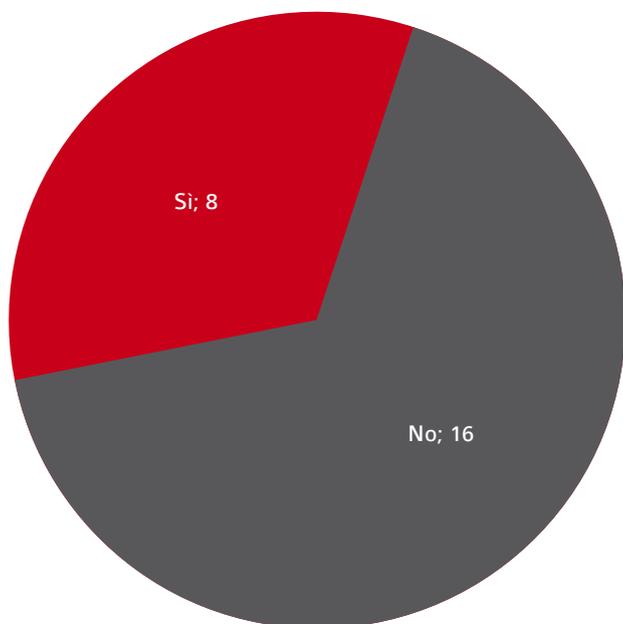


Negli investimenti di minoranza, sono sorprendenti i dieci casi in cui il fondo non è protetto da un *tag-along*

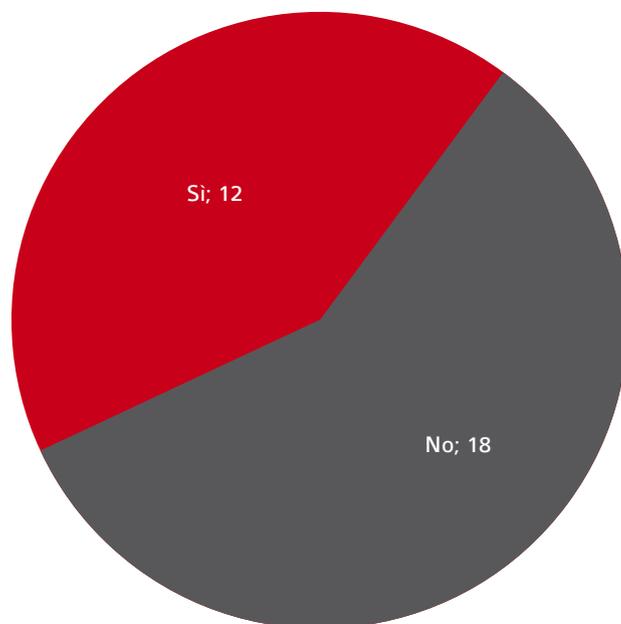
Gli altri soci hanno *tag-along* in percentuali variabili significativamente tra operazioni di maggioranza e minoranza

Lo statuto prevede il *tag-along* degli altri soci?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

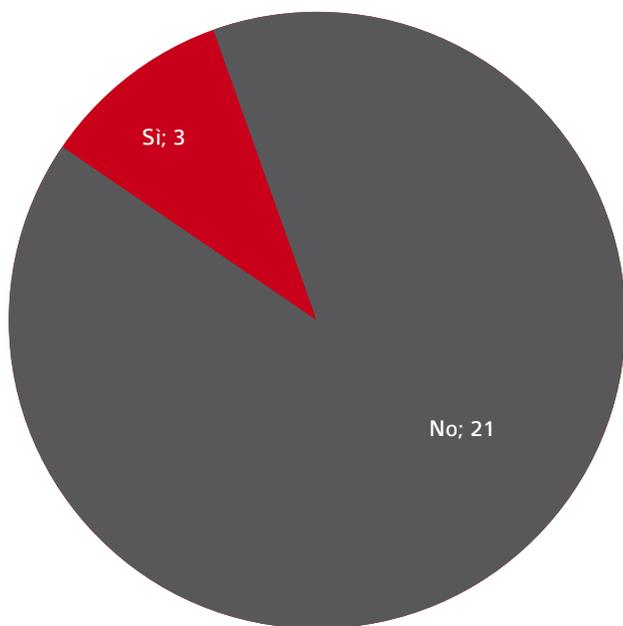


- il fondo concede, sia negli investimenti di maggioranza che di minoranza, solo in un terzo dei casi il *tag-along* agli altri soci
- in tutti gli investimenti è significativa l'incidenza dei casi in cui gli altri soci (siano di maggioranza o minoranza) non hanno il *tag-along*

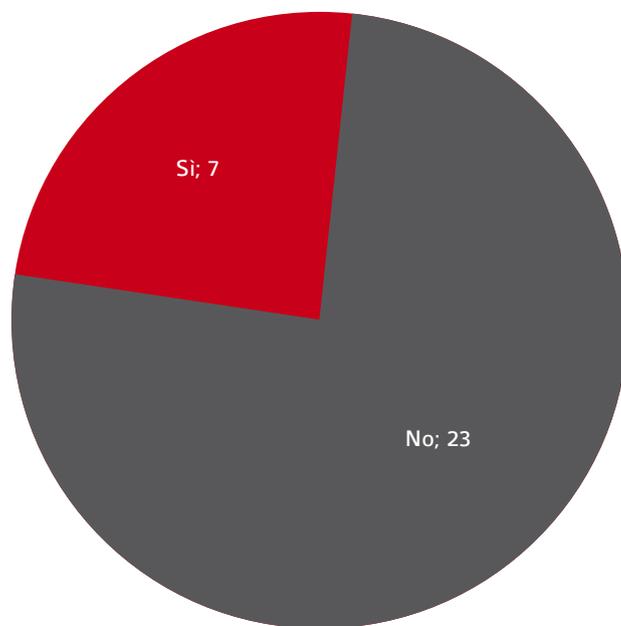
Il fondo non è quasi mai soggetto a *drag-along* da parte degli altri soci

Lo statuto prevede il *drag-along* degli altri soci nei confronti del fondo?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

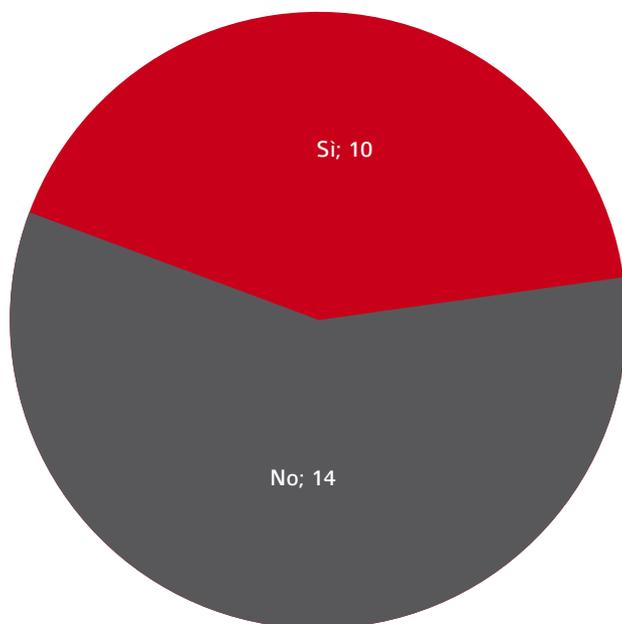


Tale risultato non dovrebbe ritenersi sorprendente in quanto per il fondo essere soggetto a *drag-along* costituisce un rischio significativo di non realizzare al momento opportuno.

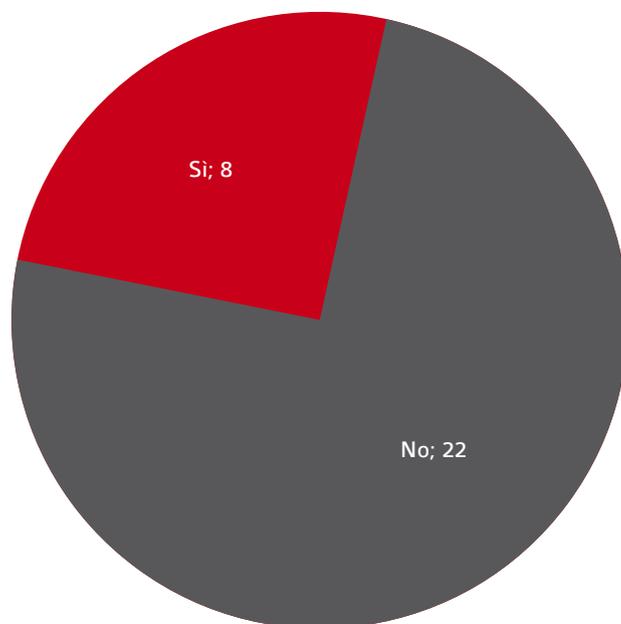
Sorprendentemente, nella maggior parte dei casi il fondo non ha *drag-along* nei confronti degli altri soci

Lo statuto prevede il *drag-along* del fondo nei confronti degli altri soci?

Investimenti di maggioranza



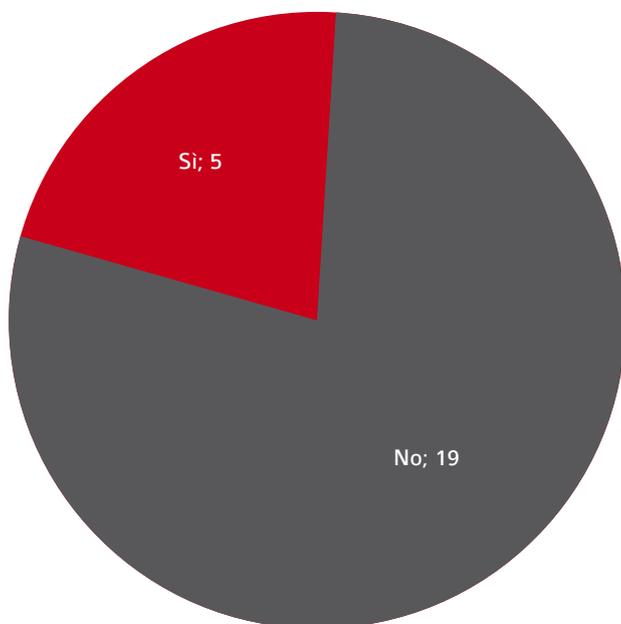
Investimenti di minoranza



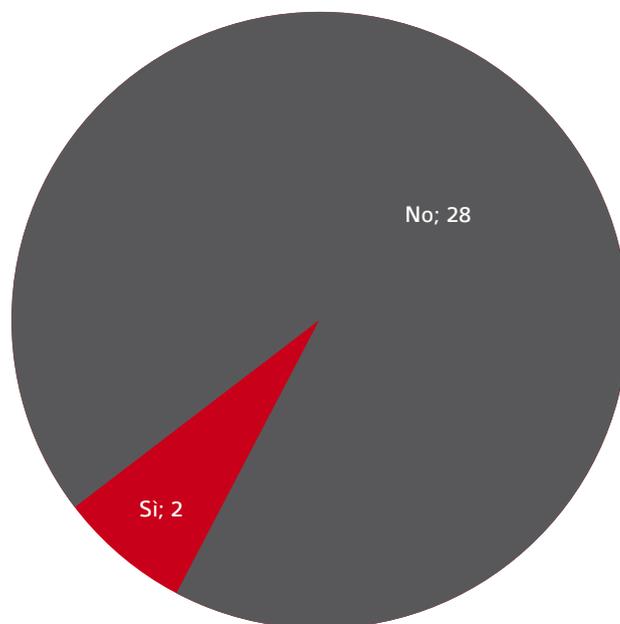
Solo in alcuni casi le parti escludono il recesso (nei limiti consentiti dalla legge)

Lo statuto esclude il diritto di recesso nelle ipotesi derogabili?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

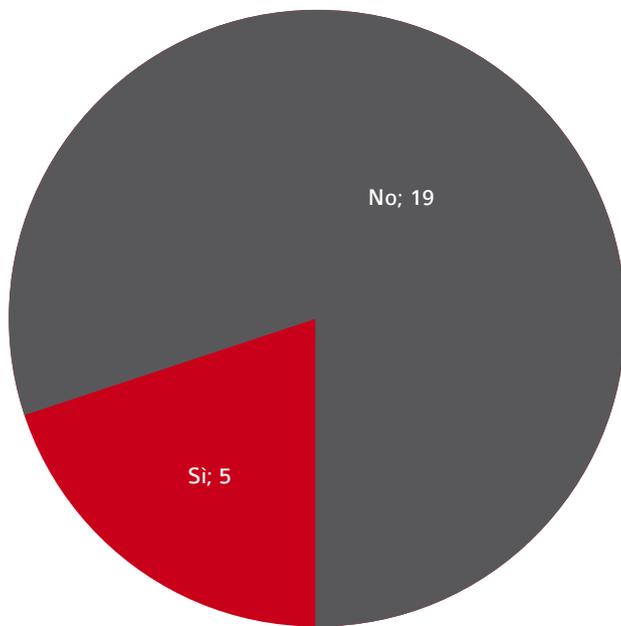


Il diritto di recesso è sostanzialmente equivalente ad una *put*. Quindi è importante escludere, nei limiti consentiti, le ipotesi di recesso previste dalla legge, che sono per le S.p.A.: (a) modifica del regime di circolazione delle azioni; (b) proroga del termine di durata della società

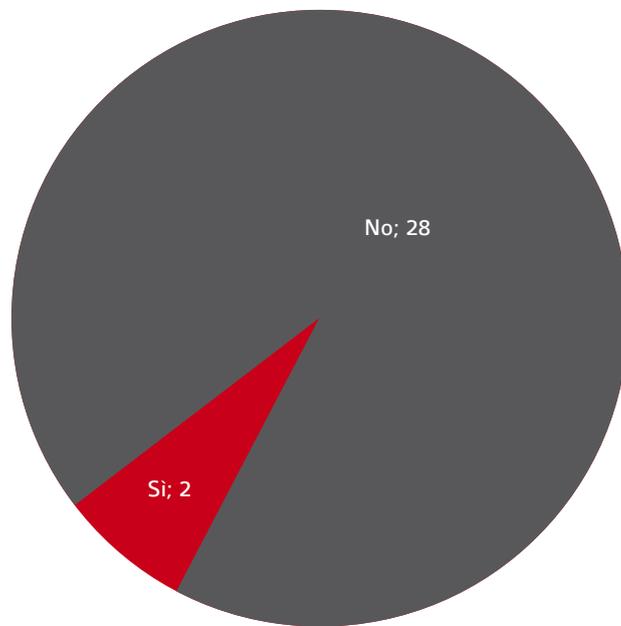
In una percentuale minoritaria, ma significativa, di casi sono previsti ipotesi di recesso diverse da quelle di legge

Sono previste ipotesi di recesso ulteriori rispetto a quelle previste dalla legge?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza



Nei casi in cui la risposta è "sì" si è utilizzato lo strumento del recesso per introdurre una "put" all'interno dello statuto (vedi esempio alla pagina seguente)

Negli investimenti di minoranza lo strumento del recesso è utilizzato nel 2011 per la prima volta

Esempio di clausola che introduce ipotesi di recesso ulteriori a quelle previste dal codice civile, equivalenti ad una *put*

“A partire dal 31 dicembre 2012 i Soci Proprietari di Azioni B avranno il diritto di recedere liberamente dalla società purchè ricorrano entrambe le seguenti condizioni: (i) che il recesso venga esercitato congiuntamente da tutti i Soci Proprietari di Azioni B; (ii) che ciascun Socio Proprietario di Azioni B receda per tutte le Azioni B dal medesimo detenute”

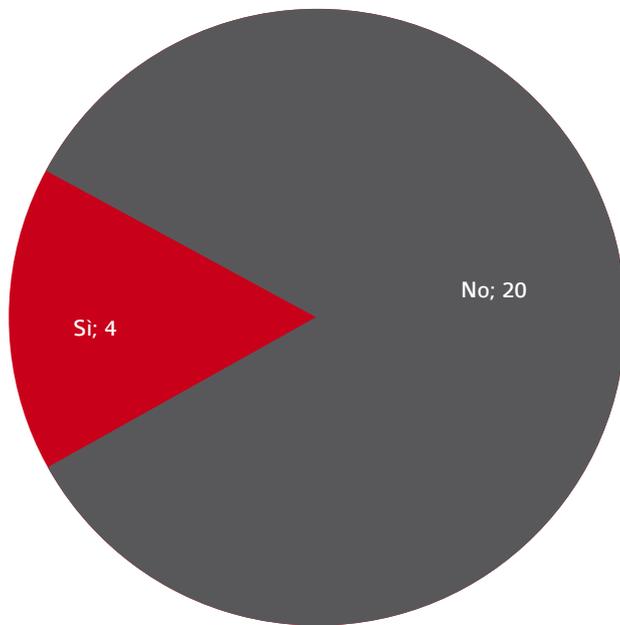
Altri esempi di ipotesi/condizioni in cui è previsto il recesso:

- «libero»
- cambio di controllo (previsto nello statuto di un investimento di minoranza)
- aumento del capitale sociale mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi
- fusione e scissione della società; aumento del capitale sociale mediante offerta a terzi di quote di nuova emissione; modifica dei diritti individuali dei soci ex art. 2468 se la delibera non è assunta all'unanimità
- modifica dei diritti relativi alle quote
- modifica delle ipotesi di recesso, variazione dei criteri di liquidazione delle azioni

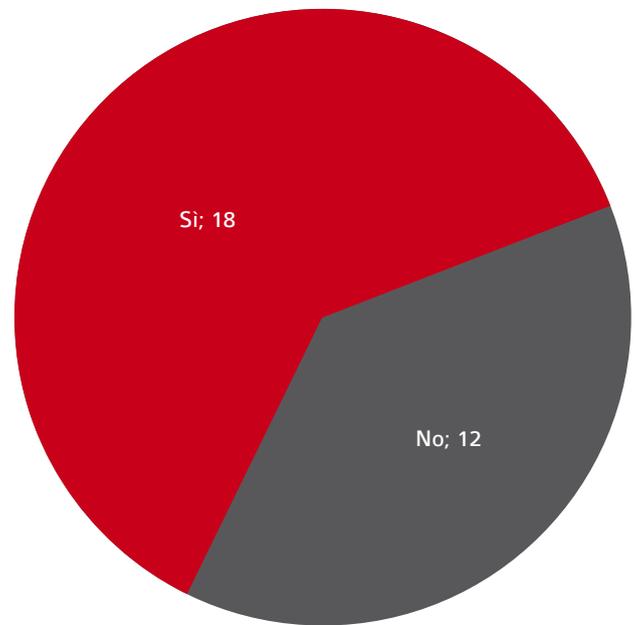
La presenza del voto di lista per l'elezione del C.d.A. varia significativamente per tipologia di investimento

È previsto il voto di lista per l'elezione del Consiglio di Amministrazione?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

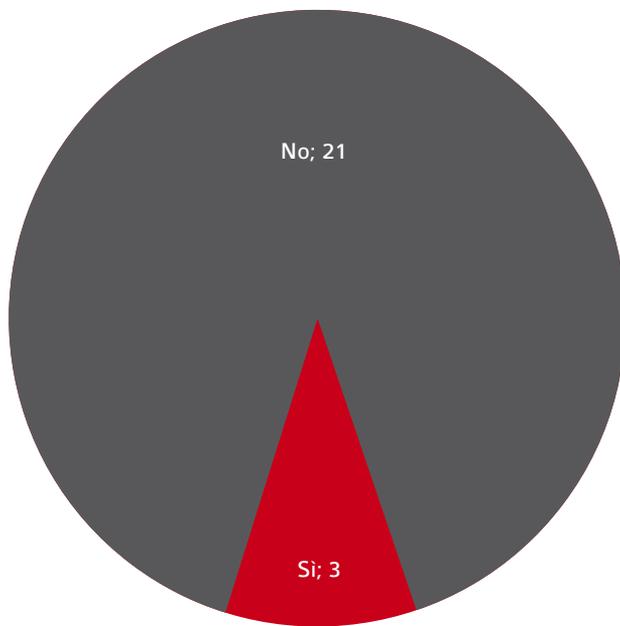


Al fine di avere una presenza garantita in C.d.A., in ben più della metà degli investimenti di minoranza il fondo si protegge tramite il meccanismo del voto di lista

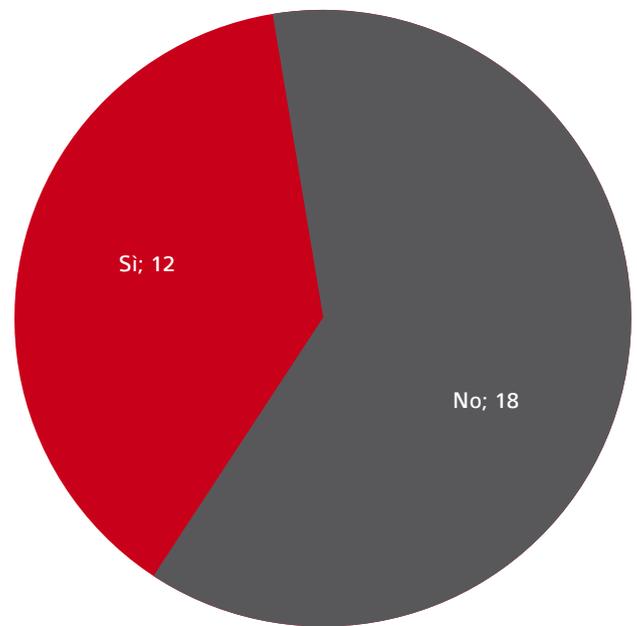
La nomina degli amministratori per classi di azioni è significativamente diffusa negli investimenti di minoranza

Lo statuto prevede la nomina dei consiglieri per classi di azioni?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

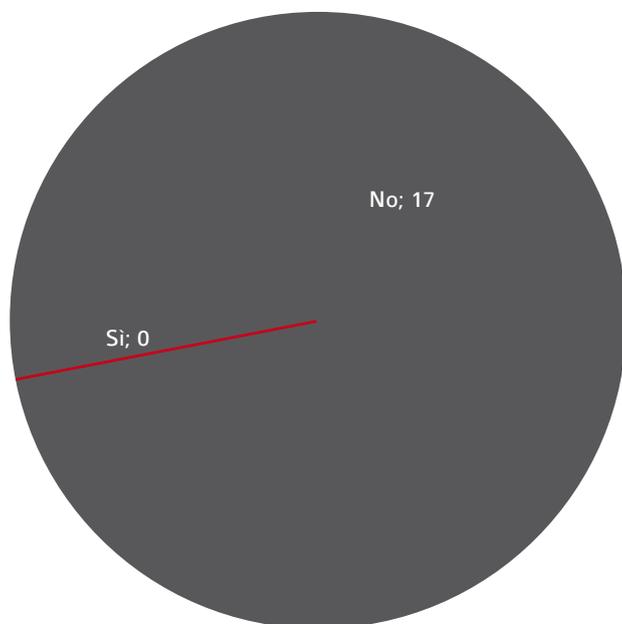


La maggiore diffusione della nomina del C.d.A. per classi di azione sembra ancora una volta attribuibile alla maggiore esigenza di "protezione" del fondo in queste ipotesi

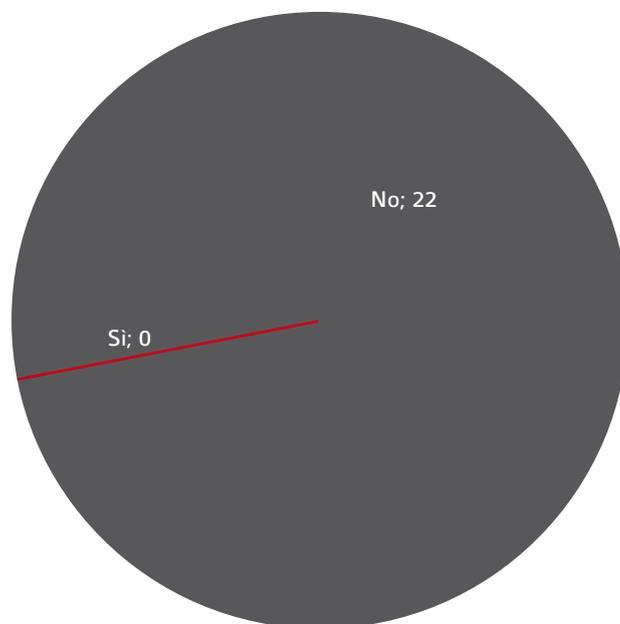
In nessuno statuto sono presenti clausole di manleva o di limitazione della responsabilità degli amministratori

Lo statuto prevede clausole di limitazione, esonero di responsabilità a favore degli amministratori?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza

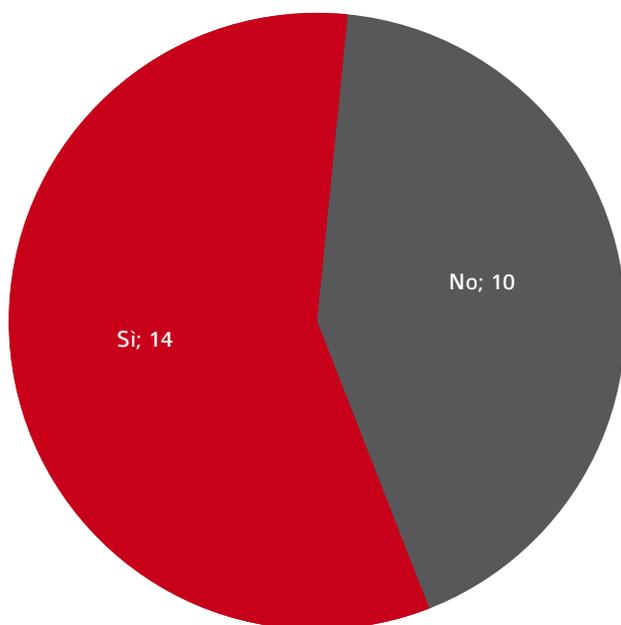


Nota: la presenza di clausole di questo tipo non è tracciata per gli investimenti compiuti nel 2008
Per questo motivo i totali sopra indicati non coincidono con il totale di cui alle altre pagine

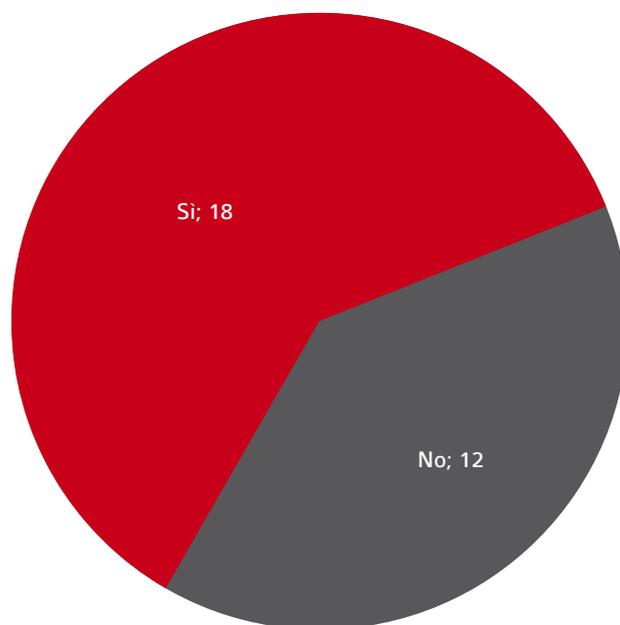
Sembra sussistere una lieve preferenza per l'arbitrato

Lo statuto prevede l'arbitrato in caso di controversie?

Investimenti di maggioranza



Investimenti di minoranza



Conclusioni

- I risultati sono in linea generale coerenti con le aspettative
- Sembra potersi concludere che negli investimenti di minoranza gli statuti comprendono pattuizioni maggiormente complesse, al fine di meglio tutelare il fondo, che altrimenti sarebbe “alla mercé” del socio di maggioranza
- Non accade, invece, il contrario: il socio di minoranza riesce in un minor numero di casi ad ottenere protezioni analoghe. Ciò si può presumere che sia dovuto anche al fatto che in media il fondo ha maggior esperienza sulle operazioni straordinarie rispetto agli altri soci
- La ricerca riscontra alcuni dati che potrebbero essere contrari alle aspettative. In particolare, il fondo:
 - non ha mai, o quasi mai, un privilegio nella distribuzione degli utili
 - in numerosi casi non ha il *drag-along*
- Non è chiaro perché alcuni statuti non includano alcuna pattuizione “parasociale”, o ne fanno un uso limitato. Le possibili spiegazioni sono molteplici: (a) *path dependance*; (b) esigenze di risparmio di tempi e costi (che portano ad evitare la complessità tecnico/giuridica degli statuti); (c) etc.
- Non sembrano riscontrabili significative differenze nei risultati della ricerca da un anno all’altro

CONTATTI



MANUELA CAVALLO

mcavallo@portolano.it
+39 02722341 (Milan office)
+39 06696661 (Rome office)
Mob. +39 335 1330288



FRANCESCO PORTOLANO

fportolano@portolano.it
+39 02722341 (Milan office)
+39 06696661 (Rome office)
Mob. +39 335 1330287

FIRM PROFILE

We began with 4 lawyers in Rome in 2001 and we are now over 50 professionals and staff in Milan and Rome. We have grown professionals headcount at approximately 25% since foundation. In the same ten-year period revenues have grown at an average 25% rate since foundation. Since the financial crisis, revenues have grown 60%.

Our M&A practice and professionals are ranked by Chambers Global, Chambers Europe, Legal500, Which lawyer?, and Who's Who Legal. All our other practice groups are ranked by several publications.



In may 2011 we have been awarded with the **Chambers Europe Award for Excellence in Client Service for Italy.**

One client said *"Having lawyers with a creative mind and proactive approach is extremely helpful. I don't think a week goes by without us being in contact. They really understand our industry and are always attentive. They're customer-focused, dynamic and provide a good value service."*

Portolano Cavallo is the **only Italian law firm** ranked by the "Financial Times Law 50" both in 2009, 2010 and 2011 among the 50 most innovative law firms. In 2011 we are ranked as the **third most innovative law firm** in continental Europe*

*full report available at <http://rankings.ft.com/innovativelawyers/ft-law-50-2011>



The following* is a summary of our current rankings, showing our commitment to provide sophisticated advice across several practice areas

	Legal 500	Which Lawyer?	Chambers Global	Chambers Europe	Best of the Best	Who's Who Legal	World's Leading Lawyers
M&A	●	●	●	●		●	
TMT	●	●	**	●	●	●	●
LITIGATION	●	●	●	●			
TAX	●	●		●			
INTELLECTUAL PROPERTY	●						
EMPLOYMENT	●			●			

* Includes our attorneys' individual rankings/mentions

** Chambers Global does not include a TMT ranking

