

È il momento dei poli industriali e dei club deal

I numeri del mercato

Il mercato degli investitori istituzionali viaggia a due velocità: se da un lato si moltiplica l'interesse di molti operatori a investire in progetti di startup alimentando di fatto il settore del venture capital, dall'altro la lenta uscita dalla crisi non consente a molte imprese di essere particolarmente attrattive per gli investitori di private equity.

Nei primi mesi del 2015 (tabella 1) il mercato del private equity presenta una riduzione in termini numerici rispetto al medesimo periodo del 2014 pari al 4,5%. Ciononostante, le previsioni del Laboratorio di Private Equity & Finanza per la crescita sono orientate a confermare un numero di operazioni, che non si disosterà più di tanto da quelle registrate nel

2014. È verosimile ritenere che il numero di nuove acquisizioni si collocherà in un range tra 100 e 110 deal, add-on compresi.

Riprende il mercato dei LBO anche per la rinnovata disponibilità dei plafond bancari per l'*acquisition financing*; diminuiscono le operazioni di MBO e, diversamente dal passato, si segnala un aumento nel numero delle operazioni di MBI. In tali operazioni, a differenza degli MBO, i veicoli di investimento si caratterizzano per una componente rilevante di management esterno alla società target.

Permane invece ingessata la situazione delle partecipate che stentano a trovare una profittevole via di uscita e quindi permangono ancora nel portafoglio, come dimostrano i dati sotto riportati.

Tra le operazioni di questa tipologia, spicca l'acquisizione dell'intero capitale di Italchimici SpA da parte di Progressio e di Idea Capital Funds. Italchimici, società che opera nel settore della commercializzazione di farmaci etici e di integratori, ha chiuso il 2014 con un fatturato di 49 milioni e un EBITDA di 11 milioni. L'operazione, conclusa lo scorso luglio, è stata gestita da Progressio tramite il fondo Progressio II. Quest'ultimo detiene il 71,9% del capitale, Idea Capital il 26,8% e i nuovi manager della società l'1,3%. Il valore dell'operazione si aggira attorno a 7 volte l'EBITDA ed è stata finanziata per circa 50 milioni da MPS Capital Services (*lead arranger*), BPM, Banco Popolare, UBI Banca e Cariparma.

TABELLA 1 | L'ANDAMENTO DEL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY

	31/08/2014	31/08/2015	TREND
LBO	11	15	↑
MBO	7	3	↓
MBI	1	4	↑
SBO	12	7	↓
Expansion	9	11	↑
Replacement	11	6	↓
Turnaround	4	5	↑
Add-on	12	13	↑
TOTALE	67	64	↓

Valter Conca

è professore associato di Economia Aziendale e Gestione delle Imprese presso l'Università Bocconi, Dipartimento di Management, direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita, consigliere di amministrazione in società quotate.

Tra le sue pubblicazioni: *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, 2010, giunto alla terza edizione. valter.conca@sdbocconi.it

TABELLA 2 | LE PARTECIPATE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Partecipazioni in portafoglio	555	645	665	700	719	768	788	815
Holding period > 4 anni	30%	30%	35%	43%	46%	57%	57%	57%
Holding period > 6 anni	15%	17%	19%	23%	23%	30%	37%	45%

■ Le operazioni effettuate

Si conferma centrale per molti operatori di private equity la strategia di *buy and build*, evidenziata dal buon numero di operazioni di *add-on*. A questo proposito, interessante è proprio la gestione degli *add-on*, dove pare diffuso l'intervento diretto di manager del fondo, che spesso assumono la posizione di CEO. Questa osservazione conferma l'esito della ricerca svolta a suo tempo¹ sulla necessità di inserire dei general partner che abbiano maturato significative esperienze di gestione aziendale. L'utilizzo di tali figure professionali vale per molte acquisizioni, ma appare ancora più indicato nelle strategie di *buy and build*, ovvero quando la società acquisita (*platform*) viene utilizzata come base per ulteriori acquisizioni (*add-on*). Tale prassi, oltre a consentire di sfruttare le conoscenze già acquisite nel primo investimento, è spinta dalla necessità di accorciare i tempi dell'integrazione tra le due società, fondamentali per realizzare le combinazioni sinergiche previste nel progetto acquisitivo e accrescere il valore della partecipata per la successiva dismissione.

Per quanto riguarda la tipologia delle operazioni, tra i leveraged buyout (LBO) spiccano le acquisizioni concluse da Clessidra. La prima operazione si è conclusa nel maggio scorso con l'acquisto del 90% della Roberto Cavalli SpA. Lo stilista-fondatore manterrà il 10% e il ruolo di "ambasciatore" del marchio, oltre ad avere un posto in consiglio di amministrazione. L'operazione è stata effettuata attraverso

un nuovo veicolo (Varenne), nel quale Clessidra possiede la maggioranza assoluta e altri co-investitori detengono quote di minoranza tra i quali L-Gam, fondo di investimenti internazionale, e Chow Tai Fook Enterprises Limited, holding di Hong Kong della famiglia Cheng. Si stima un *enterprise value* di circa 385 milioni di euro con un multiplo di circa 16 volte l'EBITDA, nettamente superiore ai prezzi medi di mercato a dimostrazione del grande interesse per i marchi del fashion. Sempre nel maggio scorso, il fondo di Sposito ha acquisito l'80% di Arredo Plast SpA, società specializzata nel settore dell'arredo design in plastica (fatturato: 230 milioni di euro circa) e tra i principali fornitori di Ikea. L'investimento in equity è stato di circa 100 milioni di euro, l'acquisizione poi è stata in parte finanziata da un pool di banche composto da Banca IMI, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare FriuliAdria, BNPParibas, GE Capital Interbanca, IKBN e UniCredit, che hanno dotato le società del gruppo delle risorse necessarie a rifinanziare il debito e sostenere l'operatività aziendale.

Per quanto concerne le operazioni di *expansion*, è utile osservare che riguardano sia primi investimenti su target sia aumenti di capitale successivi, con finalità non solo di supporto alla crescita ma anche di ristrutturazione finanziaria.

Nella prima fattispecie è recente la sottoscrizione della prima tranche da 7,5 milioni di euro nel capitale di Brugola OEB Industriale da parte del Fondo Italiano di In-

1. Si veda Valter Conca e Vittorio Riccardi, "Private equity e modelli organizzativi dei general partner. La gestione delle partecipate nell'esperienza italiana", *Economia & Management*, n. 5, 2014.

vestimento, e l'investimento in equity di Assietta in Silan Srl. Brugola OEB Industriale (fatturato: 126 milioni di euro circa) specializzata nella produzione delle viti con testa a incavo esagonale per il mercato *automotive* mondiale, ha annunciato l'operazione di *expansion* lo scorso dicembre, deliberando un aumento di capitale pari a 20 milioni riservato al Fondo Italiano. È stata inoltre conclusa un'operazione di rifinanziamento per un piano di crescita con UBI, Mediocredito e UniCredit. L'obiettivo dell'investimento è di accelerare l'espansione sul mercato statunitense con l'apertura di un nuovo stabilimento in Michigan.

Il mese scorso il fondo Assietta Private Equity ha investito 5,65 milioni di euro per acquisire il 64% di Silan Srl (ex Brenta Pcm SpA), leader in Europa nella produzione di stampi e componenti stampati plastici. L'*enterprise value* della società si attesta attorno agli 11,65 milioni con un multiplo pari a circa 4,8 volte l'EBITDA del 2014 e un fatturato di 25,82 milioni. Nello specifico, il fondo ha acquistato 2 milioni di quote di capitale dalla famiglia fondatrice Galvanin (che resta azionista al 30%, mentre il 6% è stato rilevato da un investitore privato) e la sottoscrizione di nuove azioni per 3,65 milioni di euro, nell'ambito di un aumento di capitale per complessivi 4,18 milioni.

■ Verso nuove strategie

Nonostante alcune operazioni riguardino imprese eccellenti e ben posizionate sul mercato, il momento attraversato dall'industria del private equity non è certo brillante. Allora ci si domanda: come stanno reagendo gli operatori del settore per sopravvivere e trovare nicchie di mercato potenzialmente aggredibili? Quali nuove strategie stanno mettendo in campo?

Il contatto continuo con gli operatori di mercato induce a ritenere che vi siano alcuni fenomeni interessanti in grado di rivitalizzare il settore o quantomeno di pensare a progetti innovativi basati su una strategia ben precisa.

La prima novità riguarda l'attenzione di alcuni operatori alla creazione di specifici poli industriali.

Interessante appare infatti l'iniziativa di PEP e Permira che, puntando sulla forza dell'*Italian style*, mirano a creare un polo nazionale dell'arredamento e del design, avviata attraverso la holding Italian Design Brands SpA, platform che si pone l'obiettivo di riunire in modo siner-

gico imprese con un denominatore comune basato in questo caso sullo stile italiano nel campo delle forniture di arredamento. Il processo è iniziato con l'investimento nella Gervasoni SpA (fatturato pari a circa 25 milioni di euro) e potrebbe proseguire con altri candidati eccellenti come il marchio Giorgetti.

Identica strategia è stata seguita da Wise con l'acquisizione di PH&T e quella successiva di NTC per creare un polo farmaceutico nell'ambito dei farmaci generici capace di internazionalizzarsi e di competere con i player globali. Analogamente, Mandarin Capital ha avviato una trattativa con FB Hydraulic che, unitamente alla recente acquisizione di Tieffe, darà vita al principale polo europeo nella produzione di raccordi oleodinamici. Altri casi riguardano Investindustrial – con il polo del lusso avviato con gli investimenti in Flos, B&B Italia e altre tre target già individuate – e il polo delle scommesse con Snai e Cogetech. Non potevano ovviamente mancare progetti nell'alimentare, dove l'Italia vanta imprese eccellenti: si profila il polo dell'aceto e dei condimenti di qualità da parte di Clessidra, con l'acquisizione di Acetum; il Fondo Italiano pare in corsa per partecipare al capitale del famoso marchio Ponti. Una seconda caratteristica del mercato riguarda l'intensa frequenza di investimenti in *club deal*, che vedono abbandonare la logica dell'investimento singolo per intraprendere una strategia di collaborazione con competitor diretti, segno di un cambiamento importante nell'ottica di abbassare il rischio del deal.

Infine, un ultimo elemento di novità riguarda l'interesse di alcuni fondi a diversificare mediante l'ingresso in nuovi segmenti di mercato assai differenti dal tradizionale deal aziendale, nella fattispecie l'acquisizione di *distressed assets*. Infatti pare ormai prossima la possibilità di avviare un mercato dei non performing loan (NPL), ovvero l'acquisizione di crediti deteriorati da banche che hanno necessità di alleggerire le proprie posizioni di bilancio. Si tratta di un mercato nominalmente assai vasto (oltre 350 miliardi di euro) sul quale è puntata l'attenzione di operatori italiani (Opera, Quadrivio e altri) e stranieri (KKR) con il beneplacito di Banca d'Italia, che vedrebbe la possibilità di migliorare il rating delle banche nazionali favorendo di conseguenza la ripresa dei finanziamenti alle imprese. Su questo tema il 2016 ci potrà riservare delle piacevoli (speriamo) sorprese. ■

ANATOMIA DI UN DEAL

Golden Goose, un'oca dalle uova d'oro per i fondi DGPA Capital e Gate

Luca Raffaele Ameruoso
è Research Analyst del
Laboratorio Private Equity &
Finanza per la Crescita.

Alessandra Moffa
è Investment Analyst di STYLE
CAPITAL SGR.

■ Il profilo della target

Il marchio Golden Goose Deluxe Brand nasce nel 2000 dalle idee innovative dei soci fondatori. L'azienda veneziana opera nella produzione e commercializzazione di prodotti di moda, principalmente nel settore dell'abbigliamento, delle calzature e degli accessori.

I fondatori sono riusciti a reinterpretare il *contemporary style* in modo unico e originale; il concept di prodotto innovativo (sono stati, per esempio, i precursori nell'applicare al mondo dei capi in pelle e delle calzature i trattamenti dall'effetto usato) e la sua elevata qualità, 100% made in Italy (più del 90% delle forniture provengono dal distretto tessile veneziano) hanno permesso al brand di posizionarsi sulla fascia alta della domanda, con un pricing elevato. Questi fattori, affiancati da una distribuzione realizzata attraver-

so una rete ristretta e selezionata di rivenditori, hanno contribuito a creare il carattere elitario del brand, portando l'azienda a sperimentare negli anni una crescita considerevole. Nel 2012 il fatturato supera i 21 milioni di euro e l'EBITDA si attesta a poco più di 6,4 milioni, generando un EBITDA margin del 29,9%.

■ Le motivazioni all'investimento

La decisione di investimento da parte di DGPA SGR (ora STYLE CAPITAL SGR, management company del fondo DGPA Capital) in Golden Goose è frutto di una duplice considerazione in cui hanno giocato un ruolo rilevante sia i punti di forza dell'azienda veneziana sia le peculiarità del fondo stesso. Infatti, Golden Goose si caratterizzava per essere una target ideale: mostrava una notorietà altissima all'interno del settore (parametrata agli investimenti in comunicazione effettuati), un posizionamento forte e chiaro presso i clienti, una struttura organizzativa snella (un fatturato medio per dipendente di circa 1 milione di euro nel 2012) e una vocazione internazionale marcata, testimoniata dal fatto che nel 2012 più del 50% dei ricavi erano stati registrati al di fuori del territorio nazionale. Al tempo stesso, ben il 55% dell'*asset under management* del fondo DGPA Capital è investito in aziende operanti nel settore della moda e Italian lifestyle. "Il know-how maturato attraverso le precedenti esperienze acquisitive all'interno del settore fashion & luxury ci ha permesso di intravedere fin da subito le potenzialità della target e di strutturare, in piena condivisione con i fondatori, un piano di sviluppo premiante" ha dichiarato l'amministratore delegato di STYLE CAPITAL SGR Roberta Benaglia, a testimonianza di una strategia di ingresso di successo, che ha visto il fondo operare secondo un approccio *pulping* di estrazione del valore.

TABELLA 1 | DATI ECONOMICO-FINANZIARI 2012

Fatturato	€ 21,4 mln
EBITDA	€ 6,4 mln
EBITDA margin	29,9%
EBIT	€ 6,1 mln
PFN	€ -8,3 mln
N. dipendenti	21

FONTE: AIDA DATABASE

La struttura dell'operazione

Nell'aprile 2012 iniziano i primi contatti tra il fondo DGPA Capital e la società proprietaria del brand Golden Goose Deluxe Brand, che portano successivamente alla sottoscrizione di una lettera d'intenti nell'estate seguente e al *signing* nel dicembre dello stesso anno; il *closing* dell'operazione avviene a marzo 2013.

La durata dell'operazione è dipesa dalla necessità per il fondo, alla fine del proprio *investment period*, di trovare sia dei partner di minoranza che sostenessero il progetto (individuati in Riello Investimenti Partners SGR attraverso il fondo Gate e in alcuni investitori privati) sia i giusti meccanismi di governance che regolassero, fra gli altri aspetti, la permanenza dei fondatori in azienda.

L'operazione di ingresso si caratterizza come un *merger leveraged buyout* in cui il veicolo Golden Goose Srl ha prima acquisito le partecipazioni della target Gallo Alessandro Srl, originando poi una fusione per incorporazione. Post-fusione il 75% delle partecipazioni di Golden Goose faceva capo a una società denominata GG Holding Srl, controllata al 51% da DGPA Capital (insieme ad altri co-investitori) tramite la società EGG Holding Srl, e per il 49% dal fondo Gate (figura 1).

L'operazione di acquisizione ha visto una valorizzazione dell'equity della target di 54,4 milioni di euro per un *enterprise value* di 46,1 milioni (considerando una posizione finanziaria netta negativa di circa 8,3 milioni di euro), riconoscendo un multiplo di 7,2 volte l'EBITDA del 2012. Il corrispettivo è stato finanziato tramite un apporto di capitale di 21,7 milioni di euro e la stipulazione di un finanziamento senior con Mediocredito Italiano SpA per 12 milioni, di un *vendor loan* per un importo sempre pari a 12 milioni e la corresponsione di un *earn-out* di 1,7 milioni. Nell'operazione si è stipulato inoltre un *bridge to cash loan* di 7

FIGURA 1 | PARTECIPAZIONI DOPO IL MERGER LEVERAGED BUYOUT

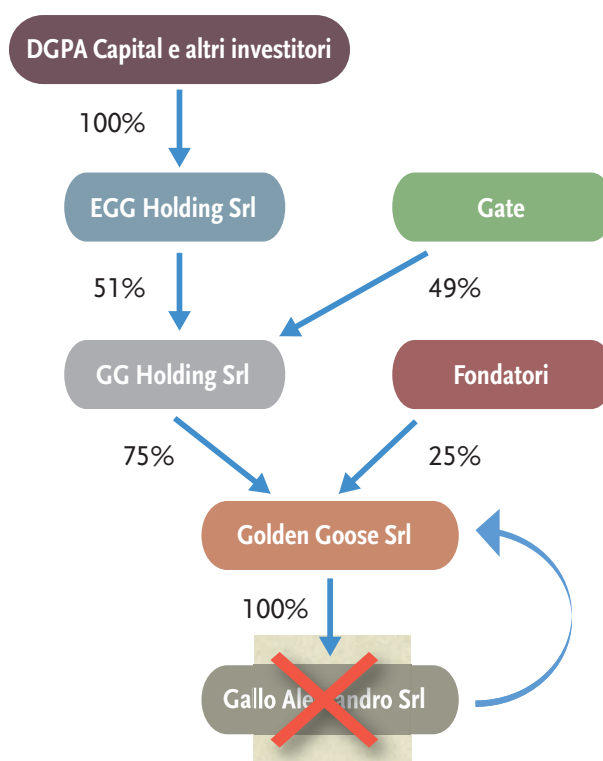


TABELLA 2 | ATTORI COINVOLTI NELL'OPERAZIONE D'INVESTIMENTO

Investitori	DGPA SGR, Riello Investimenti Partners SGR
Fondi	DGPA Capital, Gate
Advisor finanziario (buy side)	Centrobanca-Banca di Credito Finanziario e Mobiliare SpA
Advisor legale e tributario (buy side)	Russo De Rosa Associati
Advisor contabile (buy side)	Deloitte

FONTE: PE LAB DATABASE

milioni, rimborsabile tramite la PFN negativa. Dunque, l'operazione è stata finanziata per il 40% con equity, per il 38% con debito e per il 22% con *vendor loan*.

Per quanto riguarda la governance, il nuovo consiglio di amministrazione ha visto

TABELLA 3 | DETTAGLI DELL'OPERAZIONE D'INVESTIMENTO

Tipologia dell'operazione	LBO
% di capitale acquisita	75%
Prezzo di acquisto target	€ 54,4 mln*
Enterprise value	€ 46,1 mln
EV/EBITDA	7,2 x

* RIFERITO AL 100%.

FONTE: AIDA DATABASE, STIME PE LAB

TABELLA 4 | FINANZIAMENTO DELL'OPERAZIONE D'INVESTIMENTO

Acquisition debt:	€ 20,7 mln:
Linea "A"	- € 12 mln
Linea "B"	- € 1,7 mln
Linea "C"	- € 7 mln
Banca finanziatrice	Mediocredito Italiano SpA
Piano di rimborso:	
Linea "A"	Rate semestrali fino al 28/03/2019
Linea "B"	Rate trimestrali fino al 28/03/2019
Linea "C"	Rimborsata nel corso del 2013
Vendor loan	€ 12 mln con rimborso bullet alla scadenza del 28/03/2019
% equity, % debito, % vendor loan sul totale delle fonti utilizzate per finanziare l'operazione	40% equity, 38% debito, 22% vendor loan

FONTE: AIDA DATABASE

l'ingresso di Roberta Benaglia nel ruolo di presidente e di altri tre membri esterni in rappresentanza dei fondi, in affiancamento a due rappresentanti dei fondatori.

■ L'evoluzione della gestione

L'ingresso dei fondi ha originato un processo di "managerializzazione" della struttura organizzativa, avvenuto tramite l'inserimento di figure professionali esterne alla guida di funzioni chiave come quella commerciale, amministrativa e operations, lasciando la guida stilistica ai soci fondatori. Tale processo ha rappresentato uno dei momenti più delicati di tutta l'operazione ed essendo stato gestito in maniera ottimale "ha permesso la creazione di un team coeso e integrato, liberando di conseguenza delle forze sinergiche volte al perseguimento di una mission completamente condivisa" dichiara Roberta Benaglia. Dunque, il giusto mix tra competenze manageriali esterne e doti creative degli imprenditori ha permesso all'azienda di intraprendere in modo efficace lo sfidante percorso di svi-

luppo che si è realizzato tramite una serie di interventi.

- *Investimenti in comunicazione:* è stato ampliato considerevolmente il budget destinato alla comunicazione indirizzandolo a investimenti in pubblicità, creazione del nuovo sito e apertura di flagship store in aree altamente attrattive, come è avvenuto per lo store di oltre 200 metri quadri aperto nella centrale via Ponte Vetero a Milano.
- *Ampliamento ed efficientamento della capacità produttiva:* per far fronte alle crescenti richieste da parte dei clienti si sono effettuati investimenti nelle operations, che hanno coinvolto anche alcuni fornitori tramite la sottoscrizione di accordi quadro.
- *Internazionalizzazione del brand:* il nuovo management ha deciso di espandere l'attività in nuovi mercati altamente attrattivi come quello nord-americano e quello asiatico, soprattutto in Corea e Giappone, affidandosi a distributori accuratamente selezionati e a negozi monomarca.

- **Sviluppo del canale retail:** sono stati aperti diversi flagship store in importanti e prestigiose località come Milano, Tokyo, Seul, Parigi, New York, Amsterdam, Beirut. Questo ha reso possibile presentare al cliente il lifestyle del brand, con importanti ritorni in visibilità e brand awareness, e influssi positivi anche sul canale wholesale.
- **Ampliamento della gamma:** sono state sviluppate le precollezioni arrivando a detenere quattro collezioni complete quali pre-main Spring/Summer e pre-main Fall/Winter, al fine di alimentare nel modo ottimale i negozi monomarca e competere in modo più efficace sul mercato asiatico e nord-americano.

■ Il disinvestimento

Nel maggio 2015 i fondi DGPA Capital e Gate hanno ceduto la loro partecipazione all'interno di Golden Goose Srl a un altro investitore istituzionale, il fondo di private equity Ergon Capital Partners III.

L'impresa, durante la gestione del fondo DGPA Capital, è cresciuta a un CAGR del 50,3% arrivando a registrare nel 2014 un fatturato di 48,4 milioni di euro e un EBITDA di 10,4 milioni, conservando un'ottima marginalità, testimoniata da un EBITDA margin superiore al 20%. Inoltre, nel perio-

do di gestione da parte dei fondi, i dipendenti sono passati da 21 a 47 e i clienti da 500 a oltre 600, con un incremento dell'ordine medio che è salito dai 20.000 euro del 2012 ai 50.000 previsti per il 2015.

Nell'operazione il fondo belga ha acquisito – insieme alla Zignago Holding SpA della famiglia Marzotto, ad altri investitori e manager – l'87,5% del capitale, riservando una quota del 12,5% ai fondatori.

Durante la gestione del fondo DGPA Capital, Golden Goose è cresciuta arrivando nel 2014 a un fatturato di 48,4 milioni di euro

L'azienda veneta è stata valutata 94 milioni di euro e, a fronte di un *enterprise value* di 115 milioni di euro (calcolato sommando al valore dell'equity la PFN media *adjusted* semestrale per un valore di 21 milioni di euro), è stato riconosciuto un multiplo di 11,1 volte l'EBITDA 2014. Questo ha significato per i fondi in uscita un realizzo di 4,3 volte l'investito e un IRR di circa il 100%.

La cessione avviene a soli due anni dall'in-

TABELLA 5 | DATI ECONOMICO-FINANZIARI 2014

Fatturato	€ 48,4 mln
EBITDA	€ 10,4 mln
EBITDA margin	21,4%
EBIT	€ 6,4 mln
PFN	€ 17,2 mln
N. dipendenti	47

FONTE: AIDA DATABASE

TABELLA 6 | DETTAGLI DELL'OPERAZIONE DI DISINVESTIMENTO

Tipologia way out	Cessione a investitori istituzionali
Prezzo di acquisto target	€ 94 mln*
% capitale acquisita	87,5%
Enterprise value	€ 115 mln
EV/EBITDA	11,1 x

* RIFERITO AL 100%.

FONTE: AIDA DATABASE, STIME PE LAB



Tra le strategie di crescita messe in atto da Golden Goose, l'internazionalizzazione del brand in Nord America e in Asia

(© Milosjokic)

TABELLA 7 | ATTORI COINVOLTI NELL'OPERAZIONE DI DISINVESTIMENTO

Acquirenti	Ergon Capital Partners, Zignago Holding SpA
Fondi	Ergon Capital Partners III
Advisor finanziario (sell side)	N+1 Syz
Advisor legale e tributario (sell side)	Russo De Rosa Associati
Advisor finanziario (buy side)	DVR Capital
Advisor legale (buy side)	Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners
Advisor contabile e tributario (buy side)	PwC

FONTE: PE LAB DATABASE

vestimento, in virtù di un fatturato *expected* del 2015 di oltre 70 milioni di euro e, pertanto, in rivalutazione in chiave anticipata di un progetto che prevedeva una *way-out* ipotizzata nel 2017. “Avendo realizzato in un biennio quelli che erano stati gli obiettivi triennali, e avendo il multiplo di uscita riconosciuto la crescita del 2015,

la dismissione anticipata è stata una soluzione ottimale in quanto ha impattato positivamente anche sull'IRR del fondo” ha chiarito Roberta Benaglia, che poi ha aggiunto “inoltre, nell'ottica di gestione di un portafoglio di partecipazioni, quale quella del private equity, questa dismissione ci ha permesso di gratificare i nostri investitori, poiché ci ha consentito di restituire complessivamente circa l'80,5% del capitale investito su tutto il fondo, avendo ancora 5 asset in portafoglio e garantendo così il capital gain sul fondo”.

Siamo in definitiva in presenza di una storia win-win, come dichiarato da Roberta Benaglia. Infatti, se da un lato DGPA Capital e Gate hanno realizzato un ottimo ritorno, dall'altro, Ergon Capital Partners ha visto già il riconoscimento delle aspettative sul 2015; l'azienda, a fine anno, registrerà un fatturato di 76 milioni di euro, che arriverà presumibilmente ai 100 milioni nel 2017 e potrebbe toccare i 200 milioni negli anni a venire. ■

IL PARERE DELL'ESPERTO

Azioni a voto plurimo: un nuovo strumento per gli investitori

Alessandro Manico

è avvocato presso lo studio legale Russo De Rosa Associati.

Ispirandosi alla prassi ormai sempre più diffusa in molti ordinamenti europei (e non), il nostro legislatore ha introdotto, con il DL 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. "Decreto Competitività"), convertito con modificazioni dalla L. 11

agosto 2014, n. 216, la facoltà per le società per azioni "chiuse" di emettere azioni a voto plurimo.

Tale novella segna, per l'ordinamento italiano, il definitivo superamento del principio "one share, one vote" e del corollario nesso di proporzionalità tra potere del socio e rischio dallo stesso assunto con l'investimento.

Come ben noto, infatti, la riforma organica del diritto societario del 2003 aveva già ammesso la possibilità di attribuire al socio un potere proporzionalmente inferiore al rischio assunto (si pensi, *in primis*, alla possibilità di attribuire azioni prive del diritto di voto o con voto limitato a taluni argomenti) e la prassi operativa aveva elaborato diverse clausole statutarie potenzialmente idonee ad attribuire, in una qualche misura, un *pluspotere* a una specifica categoria di azioni (es. diritto di veto, diritto di voto determinante, voti di lista, scaglionamento del voto). Grazie allo strumento delle azioni a voto plurimo, invece, sarà adesso possibile incidere *in maius* sul rapporto di proporzionalità tra capitale di rischio e governo della società direttamente all'interno degli statuti sociali. Il nuovo comma 4 dell'art. 2351 c.c., infatti, dispone che si possano emettere azioni con diritto di voto plurimo, fino a un massimo di tre voti, da esercitarsi (a seconda di quanto stabilito caso per caso dallo statuto) in qualsiasi contesto assembleare ovvero solo in relazione a particolari argomenti.

Con tale disposizione, il legislatore ha inteso prima di tutto favorire l'accesso al mercato dei capitali di rischio, incentivando l'afflusso di nuove risorse nelle casse sociali, soprattutto da parte di investitori istituzionali e fondi di private equity (più interessati ai diritti economici e al ritorno sul proprio investimento che a un'effettiva gestione dell'impresa), consentendo al contempo ai soci di controllo (spesso i soci fondatori) la possibilità di conservare la posizione di azionista di riferimento e, dunque, la conduzione dell'impresa.

In tale ottica, infatti, la quota la cui titolarità assicura il pieno controllo della società si riduce progressivamente in ragione i) della misura percentuale del capitale rappresentata da azioni a voto plurimo e ii) del numero dei voti statutariamente assegnati a ciascuna di esse. E così, ipotizzando l'emissione di azioni con voto multiplo pari a 3, per mantenere il governo della società sarà sufficiente il possesso di una partecipazione pari al 25,01% del capitale sociale, ovvero pari al 12,51% del capitale sociale qualora allo strumento delle azioni a voto plurimo venga affiancato (nei limiti massimi consentiti dalla legge) anche quello delle azioni prive del diritto di voto. E ciò proprio perché, salva una diversa disposizione statutaria, ai fini del calcolo dei *quorum* richiesti dalla legge e dallo statuto per la costituzione dell'assemblea ordinaria e straordinaria e per l'assunzione delle relative deliberazioni, andrà computato il numero dei voti spettanti alle azioni e non il numero delle azioni stesse (secondo la Massima del Consiglio Notarile di Milano del 19 maggio 2015).

A un'attenta analisi tecnica della novella normativa, pare – ad avviso di chi scrive – che lo strumento delle azioni a voto plurimo si presti anche a ulteriori e interessanti impieghi nell'ambito delle operazioni di investimento e/o joint venture societarie per la definizione delle regole e degli equilibri di governance.

È infatti ammessa la possibilità di prevedere statutariamente condizioni sospensive (ovvero, pur in assenza di un'espressa previsione normativa, condizioni risolutive) del diritto di voto plurimo connesse al verificarsi di particolari condizioni, siano esse interne o esterne alla stessa società, purché non meramente potestative e sufficientemente descritte nello statuto.

In tal senso, sarà possibile disciplinare statutariamente alcune ipotesi di *underperformance* della società (es. mancata distribuzione di utili per un certo numero di esercizi consecutivi, ovvero maturazione di perdite oltre certi limiti), al cui verificarsi si pone il problema di attribuire a una specifica categoria di azioni un diritto di voto plurimo condizionato al verificarsi di situazioni di *dead-lock* tra soci, all'apertura di successioni tra gli stessi soci, e così via.

Al contempo, con un'attenta analisi da effettuarsi caso per caso con l'ausilio dei consulenti tecnici, sarà altresì possibile utilizzare lo strumento delle azioni a voto plurimo per dare efficacia reale e immediata ad alcuni interessi oggi tutelati tra i soci solo a livello parasociale, garantendo così anche una tutela illimitata nel tempo (in quanto non soggetta ai limiti temporali dell'art. 2341-bis c.c.) e non onerosa. Sarà così possibile attribuire a una specifica categoria di azioni un diritto di voto plurimo sospensivamente condizionato alla violazione di predeterminati divieti posti in capo al socio o al mancato corretto adempimento di specifici impegni o obblighi posti in capo allo stesso. ■