

L'ATTIVITÀ DI PRIVATE EQUITY RIPRENDE, MA SOLO SU PICCOLI TARGET. LO DICE L'OSSERVATORIO PEM

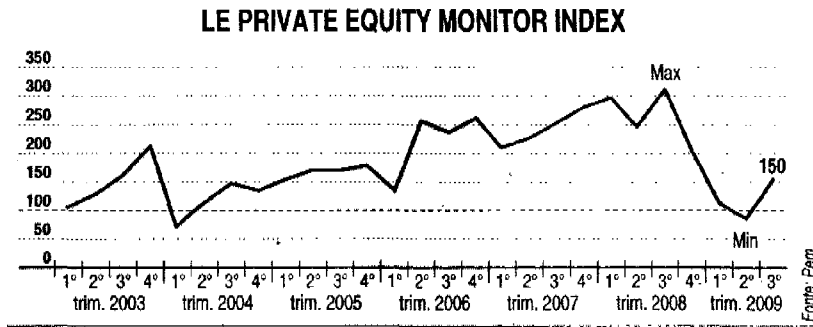
Fondi coraggiosi sfidano la crisi

Vista la mancanza di leva e la necessità di capitali freschi nelle aziende, la maggior parte delle operazioni condotte negli ultimi mesi è stata finanziata solo con equity. Intanto c'è chi torna in raccolta, Abacus punta a 100 milioni

DI STEFANIA PEVERARO

I grandi fondi di buyout lo avevano detto a MF Private equity in risposta a un sondaggio la scorsa primavera. Se il credito non si trova quasi più e costa moltissimo, e se fare un piano industriale a cinque anni è ancora un'impresa impossibile, il modo migliore per lavorare è virare a 180°, rimbocarsi le maniche e ragionare come gli imprenditori. Quindi investire più capitale proprio nelle operazioni, rimanere nelle aziende per più tempo e porsi l'obiettivo di guadagnare non grazie al fatto che sul mercato aumentano i multipli di valutazione, ma perché a crescere sarà l'Ebitda delle aziende partecipate. Insomma, prevale ormai l'approccio più tipico dei fondi abituati a lavorare su target più piccoli e a fianco degli imprenditori, che sono anche i fondi più coraggiosi, che negli ultimi mesi hanno fatto il mercato. Certo, bisogna trovare chi è disposto a vendere l'azienda ai prezzi che girano oggi. Ma se i punti di vista del venditore e dell'acquirente non sono davvero troppo lontani, possono venire incontro soluzioni come quella dell'earn out. Visto, infatti, che chi vende vorrebbe una cifra più alta rispetto a quella che l'acquirente è disposto a spendere, spesso la quadratura del cerchio si trova prevedendo la possibilità di aumentare il prezzo di vendita in relazione al raggiungimento di certi obiettivi di utile futuri da parte dell'azienda acquisita. E se infine investire solo equity per il fondo risultasse troppo per poter raggiungere un ragionevole ritorno, una soluzione alternativa alle banche è il vendor loan, cioè chiedere un finanziamento allo stesso venditore.

Cosa dicono i numeri. Stando ai calcoli dell'Osservatorio Private equity monitor dell'Università Carlo Cattaneo di Castellanza, dopo tre trimestri di ribasso finalmente il mercato italiano del private equity è tornato a far segnare un incremento dei livelli di attività. Nel terzo trimestre, infatti, sono stati annunciati 18 nuovi investimenti contro i 10 del secondo trimestre e i 13 del periodo gennaio-marzo. Così alla fine dello scorso settembre è tornato a salire l'indice Pem, calcolato prendendo come base 100 il numero delle operazioni concluse nei primi tre mesi del 2003. Nel dettaglio, l'indice ha raggiunto i 150 punti dal minimo a 83 punti toccato alla fine dello scorso giugno. «Si trat-



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

ta di un segnale estremamente positivo», ha commentato **Roberto Del Giudice**, responsabile dell'Osservatorio, cui contribuiscono Argos Sodic Italia, Ernst & Young, lo studio legale Gianni Origoni Grippo & partners e Lek consulting. Tuttavia, ha continuato Del Giudice, «si tratta di un segnale ancora troppo debole per permettersi di affermare con certezza che il mercato ha già intrapreso la strada della ripresa».

Segnali del nuovo trend. Detto questo, resta vero che «è evidente che siamo arrivati a un punto di svolta e che il mercato italiano del capitale di rischio usci-

che saranno pagati in futuro. Il tutto, però, si diceva, su società target di dimensioni medie molto più piccole di prima. Nei primi nove mesi dell'anno, a livello di fatturato, quasi il 55% degli interventi ha riguardato aziende con un giro d'affari inferiore ai 30 milioni di euro, mentre quello stesso segmento nell'intero 2008 aveva rappresentato solo il 40% del mercato. Per contro, se lo scorso anno le imprese target con fatturato superiore ai 100 milioni erano state quasi il 30% del totale, fino a fine settembre siamo fermi all'11%.

A che punto è la crisi del mercato. «Diciamo che abbiamo ricominciato a incontrarci», racconta **Giancarlo Aliberti**, managing partner di **Apax** in Italia e presidente della commissione buyout dell'Aifi. E spiega Aliberti: «Fino a poco tempo fa ognuno di noi era così concentrato sul proprio portafoglio da non avere tempo né interesse a prendere in considerazione ipotesi di investimento. Anche perché di opportunità ce n'erano davvero poche. Oggi abbiamo ricominciato l'attività di confronto con le possibili controparti per studiare operazioni che si potranno fare in un futuro. Per costruire un'operazione di una certa dimensione ci vuole tempo, magari i primi approcci si fanno un anno prima rispetto a quando poi il deal si chiude».

Insomma, qualcosa si sta muovendo, ma molto lentamente. Sarà anche per il fatto che i fondi anche più grandi si devono appunto abituare a investire più equity di quanto non facessero prima. Ma un modo per facilitare il passaggio c'è. «Per il momento non vedo ancora grande attività, ma mi pare di capire che siamo almeno alla fine della discesa. E per riprendere a lavorare con una marcia in più, secondo me un'ipotesi potrebbe essere quella di pensare ad accordi di coinvestimento con altri fondi», dice per esempio **Renato Giallombardo**, co-responsabile della practice di private equity per lo studio **Gianni**



rà da questo 2009 sensibilmente trasformato nelle sue dinamiche rispetto al passato», ha concluso Del Giudice. Innanzitutto è risultata evidente la sensibile riduzione dei multipli di acquisto e della leva finanziaria. Nelle transazioni monitorate dal Pem alla fine dello scorso settembre, il valore mediano dell'enterprise value rispetto all'Ebitda si è attestato attorno a 5,4 volte contro le 6,8 volte dell'intero 2008, mentre il multiplo medio del debito utilizzato rispetto all'Ebitda ha raggiunto il valore delle 2,5 volte contro le 3,5 volte del 2008 e le 5,1 volte del 2007. Ma certo questo è accaduto anche perché i multipli di valutazione in questione non tengono conto degli eventuali earnout



Origoni Grippo&partners, per il quale sta anche sviluppando tutta una serie di rapporti con gli investitori dei paesi arabi. Non a caso Giallombardo continua: «Negli Emirati e in Medio oriente in generale ci sono tanti capitali pronti per essere investiti. È vero, quegli investitori preferiscono investire in aziende locali, ma scelgono di investire anche in aziende estere, quando queste sono dotate di un know how o di una tecnologia che loro non hanno e che invece sarebbe utile per sviluppare il settore nei loro paesi.

Il messaggio di Permira. Chi ha dato un segnale forte del nuovo corso è stato Permira. A fine settembre, infatti, il colosso paneuropeo del buyout ha messo mano al portafoglio e, tramite la newco Avalon, ha messo sul piatto ben 225,5 milioni di sterline per delistare dalla Borsa di Londra **Just retirement**, una compagnia assicurativa specializzata in prodotti previdenziali dedicati a chi ha un'aspettativa di vita più corta della media e in prestiti ipotecari vitalizi agli anziani. Non solo. Permira si è anche impegnata a investire altri 25 milioni di sterline

per capitalizzare la società. Tutti soldi che arriveranno direttamente dal fondo IV di Permira, senza che venga chiesta una sola sterlina alle banche. L'operazione si concluderà entro fine mese. E non è tutto qui. Sempre Permira, così come anticipato da **MF-Milano Finanza** lo scorso 3 novembre, sta ragionando con le banche su come rivedere la struttura patrimoniale di **Valentino fashion group** per poter affrontare in tutta sicurezza i prossimi anni anche in presenza di un debito con le banche di 2,4 miliardi di euro, il che significa che **Nicola Volpi** e colleghi non escludono una nuova immissione di equity da parte del fondo nella griffe. Il tutto nonostante il fatto che a oggi non ci siano problemi di rispetto di covenant, perchè in occasione del buyout erano stati fissati obiettivi molto laschi (8,4 volte a fine 2008 e 7,75 volte a fine 2009) nella realtà il 2008 era stato chiuso con un rapporto debito netto su Ebitda

di «solo» 7,3, quando la posizione finanziaria netta era stata negativa per 2,337 miliardi in presenza di un ebitda di 320,4 milioni. **Chi si è già mosso solo con soldi suoi.** Ma come si accennava prima, i protagonisti di questi ultimi mesi sono stati i fondi che hanno

vando il 65% da De Agostini e partecipando a una successiva ricapitalizzazione; e in Cogetech insieme ad Accord management. Ma non è tutto, i fondi hanno concluso tre diverse operazioni investendo solo equity in Engineering, Procurement and Construction contractor o EPC contractor, cioè le società che costruiscono impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili, li gestiscono e si occupano della loro manutenzione ordinaria e straordinaria. **Climate Change Capital Private Equity** ha sottoscritto un aumento di capitale da 10 milioni per l'11% di Enerqos spa, un'azienda monzese presente anche in Francia e Grecia. Quasi contemporaneamente il fondo Capenergie di **Crédit Agricole Private Equity** e FriulAdria hanno investito, rispettivamente, 4,5 milioni e 500 mila euro per acquisire il 27% della veneziana



Renato Giallombardo



Nicola Volpi

puntato su target di più piccole dimensioni. In particolare, **Orlando Italy**, specializzato in operazioni di turnaround, ha condotto in porto ben tre operazioni, tutte iniettando capitali freschi nelle aziende target: nella francese Selective Beauty, andando ad affiancarsi con un 30% a Investindustrial che è sceso così al 70%; in Edizioni White star, rile-

TUTTI GLI INVESTIMENTI DEI FONDI NEL TERZO TRIMESTRE 2009

	Società target	Investitori	% di capitale acquisita	Tipo di investimento	Fatturato 2009 (mln di euro)
◆ Lug 2009	Capitolosette (Medusa Multicinema e Warner Village Cinemas)	21 Investimenti	51%	Buy out	-
◆ Lug 2009	Ccm (via Garofoli Naval)	Cape Live	55%	Buy out	15,0
◆ Lug 2009	Selective Beauty	Orlando Italy, Investindustrial	100%	Turnaround, finanziato solo con equity. Investiti 20 mln	180,0
◆ Lug 2009	Interline Turismo Club	Uphold	n.d.	Buy out	n.d.
◆ Lug 2009	Mega Italia (via Sicunglobal)	Stirling Square Capital Partners	n.d.	Buy out	n.d.
◆ Lug 2009	Assist	Hat	20%	Expansion	16,6
◆ Set 2009	Permastobelsa	Investindustrial, Alpha private equity	62%	Buy out, finanziato per il 60% con equity e per il 40% a debito (Opa in via di lancio)	1.137,0
◆ Set 2009	Cogetech	Orlando Italy, Accord management	45%	Expansion, finanziato solo con equity. Investiti 16 mln	60,0
◆ Set 2009	Edizioni White Star	Orlando Italy	65%	Turnaround, finanziato solo con equity. Investiti 13 mila euro per acquisizione e 2,5 mln in successivo aumento di capitale	n.d.
◆ Set 2009	Pama	Centrobanca, Centrobanca Sviluppo Impresa sgr, BCC Private Equity sgr	20%	Expansion	122,0
◆ Set 2009	Dondup	L Capital Management	50%	Expansion	62,0
◆ Set 2009	Enerqos	Climate Change Capital Private Equity	11%	Expansion, finanziato solo con equity. Investiti 10 mln	30,4
◆ Set 2009	Elettrostudio	Crédit Agricole Private Equity, FriulAdria	30%	Expansion, finanziato solo con equity. Investiti 5 mln	n.d.
◆ Set 2009	Ecostream (ora Making energy)	Atlantis Capital Special Situations	100%	Turnaround, finanziato solo con equity. Investiti 10,5 mln	10,0
◆ Set 2009	Aquaflil	Hutton Collins	minoranza	Expansion, finanziato solo con equity. Investiti 45 mln in preferred shares	381,0
◆ Set 2009	Neomobile	BlueGem	n.d.	Buy out	n.d.
◆ Set 2009	Gfm Industria	Opera	80%	Buy out, finanziato solo con equity. Investiti 8,15 mln più earn out di 7 mln	18,5

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Elettrostudio Energia spa. Infine, l'italiano **Affantis Capital Special Situations** ha investito, insieme ai manager fondatori, in **Ecostream Italy**, società torinese parte del gruppo Econcern di recente sottoposto a procedura fallimentare in Olanda. Per l'acquisizione e per i primi investimenti a sostegno dello sviluppo, sono stati investiti complessivamente 10,5 milioni.

Ma la scelta di non indebitarsi non è una questione di settore. Anche **Opera** nella sua ultima operazione ha investito solo equity, con in più un accordo di earn out. Il fondo guidato da **Michele Russo**, infatti, ha acquisito dal gruppo Burani l'80% di **Gfm**, la holding cui fa capo la griffe Ter et bantine, per 8,15 milioni, con la promessa di versare ulteriori 7 milioni al raggiungimento di certi obiettivi di redditività.

La sfida di Abacus. E pronti a investire solo equity o quasi sono anche **Paolo Vacchino** e **Daniele Monarca**, partner di Abacus, che proprio in questi giorni stanno lanciando la raccolta del loro nuovo veicolo di investimento, Abacus invest 2, con target 100 milioni e

ipotesi di primo closing tra sei mesi. Abacus invest 1, infatti, lanciato nel 2006 con una dotazione di circa 40 milioni, ha ormai investito 30,8 milioni spalmati su sei operazioni, una delle quali (Coffe venture) già disinvestita e un'altra (Controls) disinvestita per la metà. Il portafoglio a oggi ha un Nav superiore a quello di ingresso, contro una media del -35% registrata dal mid market europeo. «Ci rivolgiamo a investitori istituzionali e a privati, in particolare imprenditori, che cercheremo di coinvolgere anche nel nostro advisory board», hanno spiegato Vacchino e Monarca, che a proposito del modo di fare private equity oggi, aggiungono: «Il nostro obiettivo è quello di andare in maggioranza, da soli o insieme ad altri fondi, ma visto che dobbiamo essere soci di un imprenditore, cerchiamo di trovare accordi chiari sin da subito e fiducia reciproca. Se per trovare un accordo sul prezzo d'acquisto si deve ricorrere a earn out, vendor loan o strumenti ancora più complessi, significa che le premesse per una collaborazione futura non sono delle migliori». (riproduzione riservata)