

Ferretti, Tecnogym, Valentino e non solo
 Sembrava una formula ideale. Ma gli acquisti a caro prezzo
 e con forti debiti hanno messo a rischio il sistema. Banche finanziatrici incluse

EFFETTO BOOMERANG

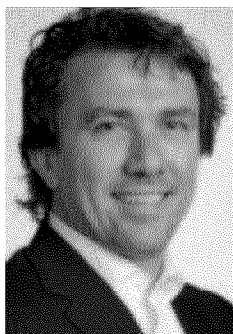
Prima Ferretti. Poi la «punizione» (forse troppo severa) di Technogym. E si accendono i riflettori su Valentino. I «private equity» (e le banche finanziatrici) alle prese con la crisi

CAMILLA GAIASCHI e CINZIA MEONI

L'ombra lunga del default si estende sul private equity. Un mondo che non solo ha detto addio da qualche mese all'uso massiccio della leva ma che inizia ad avere difficoltà a sostenere i costi dell'ingente finanziamento. Del resto, con la recessione, per le società è diventato impossibile mantenere i ritmi di crescita necessari a ripagare l'indebitamento degli azionisti. E per i private si apre un bivio: rinegoziare il debito o liquidare a prezzi stracciati le proprie partecipazioni, facendo incassare briciole ai propri

investitori. E inoltre, gli allegri investimenti degli anni di Toro rischiano di trasformarsi in un boomerang per le banche finanziatrici.

SOLO L'INIZIO. I casi Candover e Permira possono essere considerati solo l'inizio. Che fare? Logica vorrebbe che si prendano in


SIMONE CIMINO
 Cap Live

considerazione ipotesi di delisting. Come dicono i rumor su Permasteelisa, controllata al 22% dalla Bi Invest dei Bonomi e partecipata da fondi come Amber (presente con una partecipazione di rilievo in Zucchi e Vianini). Pur avendo bilanci in ordine e una posizione finanziaria netta positiva per 112 milioni di euro circa, da gennaio Permasteelisa ha perso il 16%. In più i fondi si sarebbero già ripagati il debito contratto per l'acquisizione. L'indiscrezione di delisting non è nuova, ma negli ultimi tempi ha ripreso vigore. I Bonomi si trincerano dietro un «no comment». Ma di casi «virtuosi» così non ce ne sono molti. Si pensi a Prysmian, controllata da Goldman Sachs, che presenta un debito di oltre 1,19 miliardi di euro, pur con un business che regge.

«Nei prossimi mesi assisteremo al proliferare di situazioni simili a Candover e Permira con partecipazioni in aziende strapagate che dovranno essere riallineate ai valori attuali e senza la forza industriale e finanziaria a sostenere gli investimenti degli azionisti», avvisa Simone Cimino alla guida di Cape Live e, tramite Cape Natixis, di Arkimedica. «Noi - precisa Cimino - non avremo problemi simili. Anche Arkimedica (-9% da inizio anno, ndr) è in carico a molto meno del valore di Borsa». Cimino, tuttavia, evidenzia un ulteriore mina vagante. «Non sono solo i fondi a dover svalutare, ma anche holding e banche che hanno fatto acquisizioni a multipli eccessivi». E in effetti Intermonete avvisa: «Aumenta la sensazione che il portafoglio di Lbo Unicredit (9 miliardi di cui uno su Valentino) sia a rischio di parziale svalutazione». Un caso isolato? Improbabile. Per Intesa Sanpaolo il portafoglio partecipazioni Lbo dovrebbe valere circa 5 mld. E si tratta solo delle prime due banche di Piazza Affari. A far esplodere l'incendio è stata la decisione di Candover di non aderire alla ricapitalizzazione di Ferretti (controllata al 50,2% e partecipata al 10,7% da Permira)

ra) a fronte del mancato accordo con le banche sulla ristrutturazione del debito. La perdita, per Candover è di circa 400 mln. Il fondo aveva acquisito la società per 1,7 mld, di cui 1,3 miliardi di debito (finanziata da Mediobanca e Rbs) successivamente scaricato sulla società. E le note dolenti non sono finite: Candover ha svalutato prudenzialmente a zero anche la partecipazione in Technogym (40% del capitale) sulla base dei multipli di settore e nonostante utili in crescita. Situazione simile per Permira, dove a svalutare è stato anche il suo primo investitore, SVG, che ha visto ridursi a meno

di un terzo il valore delle proprie partecipazioni, con il Nav sceso a 308,1 pence dai 902,5 di un anno fa. Nel caso Permira, la mina porta il nome di Valentino, rilevata nell'estate del 2007 e sobbarcata da ben 2,3 miliardi di euro di debiti. Un finanziamento ora eccessivo. Ma Permira è anche nel pool di banche che hanno concorso a delistare Marazzi. E infatti SVG ha dimezzato il valore della propria partecipazione in entrambe le società.

EFFETTO DEBITO. Anche altri Lbo rischiano di trasformarsi in boomerang. E non solo per private ma per le stesse banche finanziatrici, a partire dalla rinegoziazione del debito. È il caso di Saeco, la società produttrice di macchinette per il caffè di proprietà del fondo Pai. Il piano di ristrutturazione del debito (pari a 560 milioni di euro in capo al fondo Oaktree e alle banche, tra cui Intesa, Antonveneta e Unicredit) è in fase di rinegoziazione e una soluzione (su cui le controparti sembrano convergere anche alla luce delle previsioni di forte crescita del setto-

re) è attesa nel giro di poche settimane. In mancanza di negoziazione, la banca potrebbe trovarsi a dover subentrare al private nelle quote delle partecipate.

TAVOLI DIFFICILI. Certo per le banche non sarebbe una soluzione desiderabile. Di sicuro cercheranno di alzarsi dal tavolo della rinegoziazione del debito, prevedendo magari nuove condizioni o un suo allungamento, piuttosto che ritrovarsi nelle mani delle aziende difficili da gestire, tanto più in una fase congiunturale di estrema incertezza. Tanto in alcuni casi la frittata è stata fatta. «All'epoca del-

le acquisizioni, fino al 2007, si parlava di prestiti rimborsabili nel lungo periodo spesso bullet ovvero in unica soluzione. In realtà le banche contavano sulla rivendita delle stesse partecipazioni che avrebbe sostenuto il rimborso», spiega un esperto che preferisce l'anonimato. Ma non è sempre così facile, come evidenzia il caso Seat in vendita dal maggio 2007 a quattro anni dall'ingresso dei private. Ora per Seat si prospetta un difficile piano di ristrutturazione e solo dopo si andrà a una ricapitalizzazione. Continua l'esperto: «Oggi il primo problema è la mancanza dei flussi di cassa necessari al

rientro degli interessi sul finanziamento. E questo significa trasferire il rischio finanziario in rischio industriale, a causa di un'eccessiva stretta delle risorse destinate al funzionamento operativo nell'azienda». Sulla mina private c'è però chi getta acqua sul fuoco: è l'Aifi, l'associazione dei fondi di private - in attesa di comunicare i dati sulle operazioni di Lbo in Italia nel 2008: «Ad essere a rischio sono i grandi investitori stranieri, con una leva aggressiva - spiega Roberto Del Giudice, direttore ufficio studi - mentre i private italiani, che investono solitamente in pmi sono più tutelati». Si vedrà.

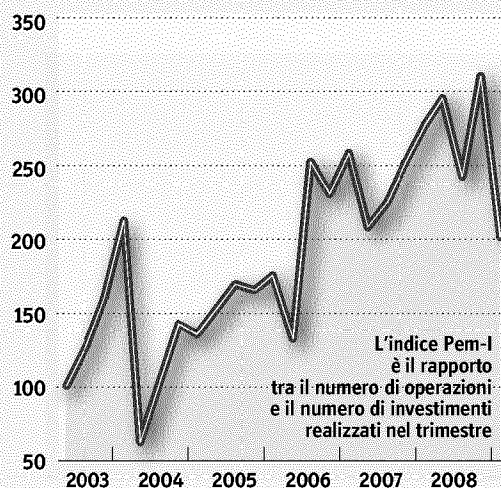
Le ultime operazioni di fundraising

Fonte: Private equity monitor

NOME FONDO	ULTIMO CLOSING (€ MLN)	DATA ULTIMO CLOSING	TARGET INVESTIMENTO
Progressio II	100	feb-09	Buy out
PM & Partners II	340	gen-09	Expansion
Alcedo III	178	nov-08	Buy out / Expansion
21 Investimenti II	280	ott-08	Expansion / Buy out
AVM Private Equity	75	ott-08	Buy out / Expansion
Atmos II	50	ott-08	Early Stage / Expansion
Ambienta I	150	set-08	Buy out / Expansion
Athena Italie	n.d.	set-08	Buy out / Expansion
Equilybria Capital Partners	26	set-08	Buy out / Expansion
Efilog Private Equity	n.d.	ago-08	Buy out
DVR Capital	40	lug-08	Generalist
Iip III	270	lug-08	Buy out / Expansion
Dseed	n.d.	feb-08	Seed / Early-stage
Preludio	n.d.	feb-08	Buy out / Expansion
Equity Sud	n.d.	gen-08	Expansion

L'indice Pem-I

Calcolato su base trimestrale dal 2003



L'origine dei capitali raccolti sul mercato

Suddivisione per tipologia, in percentuale - Fonte: Aifi

Primo semestre '07 Primo semestre '08

