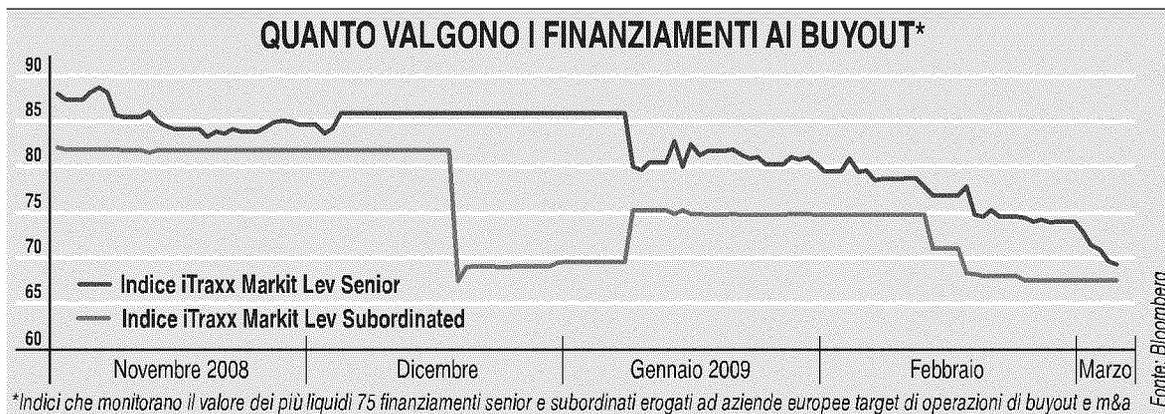


PRIVATE EQUITY I gestori dei grandi fondi di buyout si erano arricchiti negli anni scorsi, quando la liquidità non era un problema. Ma la gelata dell'economia ha portato i nodi al pettine. E tra ristrutturazioni e ricapitalizzazioni delle aziende in portafoglio, ora hanno le mani nei capelli

Locuste a dieta ferrea



di Stefania Peveraro

Emi group, la casa discografica britannica, nei nove mesi chiusi a dicembre 2008 ha visto l'ebitda balzare a 104 milioni di sterline dai soli 12 milioni dell'intero esercizio 2007-2008, che si era chiuso con una voragine di 757 milioni di sterline di perdite. Ma l'evidente miglioramento dei conti non è stato sufficiente a evitare che **Terra firma**, il fondo di private equity che ne aveva acquisito il controllo nel 2007, nel bilancio 2008, pubblicato la scorsa settimana, svalutasse del 50% la partecipazione, scesa così dai 2,3 miliardi di sterline originari agli attuali 1,37 miliardi. Il motivo? Oltre al fatto che il mercato ancora non tira, c'è la questione dell'enorme debito che grava sul gruppo a seguito del finanziamento da 2,7 miliardi di sterline messo a disposizione da Citigroup a supporto del buyout con il quale Terra firma aveva tolto la major del cane che ascolta il gramofono dal listino di Londra. Ed è così che gli oneri finanziari su quel debito monstre si sono già mangiati tutto l'ebitda e oltre.

La storia di Emi è solo una delle tante che accomuna molte delle società acquisite da grandi fondi di private equity nel periodo del boom della liquidità e quindi tra il 2006 e gli inizi del 2008. Allora le valuta-

zioni delle aziende erano gonfiate dalle enormi disponibilità di credito a basso costo a disposizione dei fondi chiusi, i quali spesso e volentieri hanno finanziato operazioni di buyout caricando di debito le società target, contando sul fatto che le aziende sarebbero state in grado di ripagare gli oneri finanziari e rimborsare i debiti senza problemi, lasciando alle aziende acquisite le strategie di crescita. Ma quei fondi avevano fatto i conti senza pensare che la cuccagna del credito non sarebbe durata in eterno. Invece, è arrivata una crisi fra le più dure della storia recente, tale da far saltare tutti i piani di sostenibilità del debito, compresi quelli stilati sulla base degli scenari più pessimisti. Così, chi più chi meno, oggi tutti i grandi nomi del private equity sono alle prese con ricapitalizzazioni e ristrutturazioni di debito, eventualmente corredate dalla richiesta alle banche di parziale conversione del credito in capitale. Un esempio per tutti è quello di **Ferretti**, il noto produttore di yacht che alla fine del 2008 è entrato in forte tensione finanziaria a causa del blocco improvviso delle vendite che ha fat-

to crollare l'Ebitda, a fronte di un debito netto verso le banche finanziatrici di ben 1,2 miliardi di euro. La vicenda si sta risolvendo proprio in questi giorni, con le banche chiamate a dare il via libera all'uscita dal capitale di **Candover** e di **Permira**, che avevano rispettivamente il 50,2% e il 10,7%, insieme alla ricapitalizzazione di 85 milioni di euro da parte dei manager capeggiati da Norberto Ferretti e di Mediobanca. Contestualmente, circa la metà del debito sarebbe convertito in equity di. Certo, se la nautica da diporto dovesse restare in secca, tra qualche tempo i problemi potrebbero ripresentarsi, perchè anche così, il gruppo risulta indebitato per 650 milioni, cioè oltre 7 volte l'Ebitda 2009, se effettivamente questo si attesterà a 90 milioni a fine marzo come previsto, a fronte degli oltre 180 dell'esercizio precedente.

C'è poi chi, pure essendo carico di debito come **Valentino fashion group**, (Vfg) al momento non ha ancora problemi, perchè il debito è tutto bullet, cioè rimborsabile a scadenza, e

soprattutto perchè Permira al momento dell'opa con cui nel 2007 ha delistato il gruppo di moda da piazza Affari, ha negoziato con Citi, Unicredit e Mediobanca dei covenant molto laschi sui 2,39 miliardi di debito, cosicchè a fine dicembre 2008 è stato comunque rispettato il tetto massimo tra debito netto ed ebitda di 8,75 volte. Ma sul futuro peserà molto la redditività di Hugo Boss, già a

settembre calato a 240 milioni dagli oltre 270 del settembre 2007, visto che proprio il business della controllata rappresenta il piatto forte di VfG. Intanto, però, per non sbagliare la scorsa settimana **Svg plc**, la holding quotata a Londra che investe la maggior parte del patrimonio nei fondi di Permira e coinveste con gli stessi fondi, nel bilancio al 31 dicembre 2008 ha svalutato la partecipazione in VfG del 54%. Colpa dei principi contabili internazionali e del cosiddetto «impairment test» (si veda box in pagina) e quindi colpa dell'obbligo di valutare secondo il principio del «mark-to-market» le attività in portafoglio, che in un anno che ha visto dimezzare le capitalizzazio-

ni delle azioni quotate sulle varie borse europee e Usa, si traduce in una bella sforbiciata al valore di portafoglio dei fondi quotati. Che d'altro canto un po' ci marciano e ne approfittano per svalutare tutto lo svalutabile. Sorte che, sempre nel portafoglio di Svg, è toccata anche al leader delle ceramiche **Marazzi**, pure ancora in buona forma, senza problemi di debito e che, nel portafoglio di **Candover plc**, la holding che invece nei fondi di Candover, è toccata non solo a Ferretti, la cui partecipazione come era ovvio è stata azzerata, ma anche a **Technogym**, che, invece, non ha problemi di debito ed è redditizia (come riportato da *MF-Milano Finanza* del 3 e del 5 marzo).

Presto, invece, a rinegoziare il debito sarà **Argenta**, gruppo specializzato nella gestione di macchine distributrici, con Unicredit e Mediobanca che non sono mai riusciti a sindacare i 400 milioni di euro di finanziamento sottoscritto in occasione del buyout da parte di **Congnetas** e **Investitori associati**. I due fondi avevano rilevato nel 2007 il gruppo da **Advent** e **PM&Partners** sulla base di un enterprise value di 640 milioni, circa 10 volte il reddito operativo lordo rettificato

del 2007, 65 milioni di euro. In quell'occasione il finanziamento a supporto del buyout era stato di circa 400 milioni cioè 6,2 volte l'Ebitda. Secondo quanto risulta a *MF-Milano Finanza*, però, ora il gruppo, alla cui guida è arrivato di recente il nuovo ceo Luciano Iannuzzi, si trova nella necessità di riequilibrare la struttura finanziaria, anche per continuare a fare investimenti. Peraltro il conto economico 2008 è stato inferiore alle attese. L'Ebitda, 46 milioni di euro, è stato ben inferiore ai 62 milioni del budget. Trattative ancora in corso invece su **Saeco**, leader delle macchine da caffè, tolto dal listino di Piazza Affari nel 2004 da **Pai partners**, e che, dopo una ricapitalizzazione da 30 milioni, oggi è di nuovo in affanno. Pai ha proposto un'altra capitalizzazione da 30 milioni e una rinegoziazione dei 560 milioni di debito, comprensiva di svalutazioni e conversione in capitale di parte dello stesso. E stanno ragionando sul futuro di Manucor (ex Manuli packaging) il fondo **Equinox**, che ne ha acquisito il controllo nel 2003, e IntesaSanpaolo, investitore di riferimento di Equinox, che aveva finanziato l'operazione con 120 milioni. La società fattura 140 milioni, ma l'Ebitda è di soli 10 milioni. (riproduzione riservata)

TUTTI I BIG BUYOUT D'ITALIA

Società target	Investitori	Quota % acquisita	Ebida in mln € (anno dell'investimento)	Ev / Ebida	EV in mln euro
2006					
Fiat Avio	Cinven	85	290,0	8,8	2550,0
Pirelli Tyre	One Equity Partners, Banca Intesa, Capitalia, Lehman Bros, Mediobanca, B. Leonardo	38,6	517,8	4,2	2150,0
Sisal	Apax Partners, Permira	97	81,1	13,8	1120,0
Grandi Navi Veloci	Investitori Associati, Charme	83	57,0	12,3	700,0
Gardaland	Blackstone Capital Partners	91	41,0	13,4	550,0
Limoni	Bridgepoint Capital	70	41,6	11,3	470,0
Seves (Già Vetroarredo)	Vestar Capital Partners, Ergon Capital Partners, Athena Private Equity	90	49,7	7,5	375,0
Moby Invest	Clessidra SGR	30	41,3	8,9	370,0
Comital - Saiag	Management & Capitali	68	30,9	10,6	328,0
Ducati	Investindustrial, BS private equity	30	58,5	5,5	320,8
Azelis	Si	60	37,1	8,5	315,0
Zobebe	Doughty Hanson	70	37,7	8,0	300,0
Kedrion	Investitori Associati	40	32,1	9,3	300,0
2007					
Valentino Fashion Group	Permira	100	243,3	10,7	5.300,0
Ferretti	Candover	50,2	118,4	14,4	1700,0
Global Garden Group*	Si	93	84,0	8,8	736,0
Sirti	Euraleo, 21 Investimenti, Clessidra, Investindustrial	70	67,6	10,4	703,0
Gruppo Argenta	Cognetas, Investitori associati, Dea capital	100	65,0	9,8	640,0
Rhiag	Aloha Private Equity	100	47,9	7,3	350,0
Società Gasdotti Italia**	ABN Amro global infrastructure	100			300,0
2008					
Technogym	Candover	40	68,4	14,6	1.000,0
Marazzi Group	Permira, Private equity partners	49	174,3	5,5	965,0
N&W Global Vending***	Investcorp, Barclays private equity	100	95,0	8,9	850,0
Giochi Preziosi	Clessidra SGR, IntesaSanpaolo, Unicredit private equity	55	79,2	9,3	740,0
Ducati	Investindustrial, BS private equity	94	55,0	10,9	600,0
MPS Asset Management	Clessidra SGR	67			570,0
Guala Closures	DLJ Merchant Banking Partners, IntesaSanpaolo	97	66,5	8,3	550,0
Cerved	Bain Capital, Clessidra sgr	85	70,0	7,6	535,0
Cifa	Hony Capital, Goldman Sachs, Mandarin Capital Partners	40	50,0	10,2	511,0
Polynt	Investindustrial	1	64,0	6,8	437,7
Moncler	Carlyle Group, Progressio sgr	57	39,1	10,5	410,0
Alerion	F2i	16	36,3	10,1	368,0
Antichi Pellettieri Bags	Si	49	35,3	10,1	355,0

*Già Castelgarden **Già Edison Gas ***Già Zanussi Vending

Fonte: elaborazioni di Milano Finanza su dati Private equity monitor (www.privateequitymonitor.it)