

CACCIA TESORO

I private equity tornano protagonisti a Piazza Affari con l'Opa su Snai e il tentativo di ribaltone su Parmalat. In futuro meno leva e più attenzione ai fondamentali. Le prossime prede

PRIVATE EQUITY A VOLTE TORNANO

Fondi nuovamente protagonisti con l'Opa su Snai e il tentativo di ribaltone su Parmalat. Riprende vita l'M&A.

In futuro meno leva, più attenzione ai fondamentali, al ricambio generazionale e al consolidamento.

CINZIA MEONI

C'è stato un tempo in cui anche a Piazza Affari erano di moda le cosiddette locuste. Ovvero fondi che, in una giostra frenetica, compravano con un massiccio ricorso al debito partecipazioni di ogni genere per poi rivenderle, ovviamente a prezzi crescenti e con valutazioni ormai ritenute anacronistiche (taluni ricordano ancora 6,4 volte il margine lordo, come riconosciuto da Investindustrial, nel 2006, con Stroili Oro) nel giro di pochi anni. Lo scoppio della crisi finanziaria e la rarefazione della liquidità aveva bloccato le danze, come dimostra la triste parabola di Seat, e fatto temere all'estinzione. Non è stato così anche se, nel frattempo, lo

scenario di riferimento e i target sono cambiati rispetto all'inizio del Millennio. I private equity sono tornati protagonisti del mercato anche se più accorti, maggiormente dotati di cassa e soprattutto selettivi. Insomma, più investitori e meno locuste. Per ora. Lo dimostra l'affondo di questi giorni di Investindustrial della famiglia Bonomi (già protagonista dei delisting di Duca, Polynt e Sirti) e Palladio Finanziaria su Snai, oltre che la gara ancora in corso su Coin, As Roma e Giochi Preziosi e il tentativo di ribaltone da parte dei fondi su Parmalat.

M&A SPRINT NEL SECONDARIO.

La sensazione è confermata dalla stessa voce dei protagonisti. «I fondi nel 2010 hanno chiuso 68 operazioni (+30%). Nel dettaglio, il 41% del totale degli investimenti è stato realizzato nel quarto trimestre», ricorda Anna Gervasoni, direttore generale dell'Aifi. «Si respira una sensazione di ripresa

delle operazioni, favorita anche dalla riapertura del mercato del debito», sostiene Nicolò Saidelli, responsabile Lbo Mid Cap di Axa Private Equity in Italia. E il trend per l'esperto, che ha messo nel mirino in questi giorni Giochi Preziosi, dovrebbe continuare anche nei prossimi mesi. «Ci aspettiamo che quest'anno, grazie alla ripresa in corso, vi sia una significativa attività sul secondario. Per i fondi sarà quindi più agevole vendere le partecipazioni che hanno sofferto negli anni della crisi», afferma Saidelli. Anche se è comunque bene precisare che non sempre si tratta di partecipazioni di controllo. «Sono in aumento le operazioni di minoranza finalizzate a sostenere le pmi», aggiunge Gervasoni. Michele Semenzato, partner fondatore di Wise Sgr, distingue invece tra «le operazioni di piccola e media dimensione che, dopo un deciso rallentamento degli ultimi due anni, stanno dando segnali di ripresa e operazioni di più elevata levatura ancora in qualche misura frenate dal problema dell'accesso al credito», dichiara l'esperto. Per Semenzato tuttavia, al di là di questo aspetto, l'attuale scenario favorisce una ripresa dell'M&A. Anche in Borsa. «La crisi ha ridotto molte realtà su valori che non esprimono pienamente le attese di crescita. E questo potrebbe spronare i private a scovare i pic-

coli o grandi tesori non pienamente valorizzati dalla Borsa. Tanto più che molti fondi, frenati negli investimenti a causa della bufera finanziaria, sono ancora dotati di buona liquidità», commenta l'esperto di Wise secondo cui il problema in Italia è un altro: «La poca contendibilità delle società quotate». Anche per questo la Sgr, che in generale si muove su operazioni intorno ai 50 milioni di euro, punta su due caratteristiche nella costruzione del proprio portafoglio: il ricambio generazionale e le opportunità di consolidamento settoriale. Esperienze di-

rette simili anche da parte degli interlocutori privilegiati dei private come Guido Tugnoli, socio di Four Partners, società di consulenza finanziaria dedicata a patrimoni familiari o imprenditoriali complessi. «L'attività è in decisa ripresa anche se si è ancora ben lontani dai livelli di M&A pre-crisi. Fino a qualche mese fa il mercato poteva dirsi congelato. Oggi invece si avverte maggiore serenità. La ripresa economica e finanziaria sta in particolare ridando ossigeno al mercato secondario. Ritornati su livelli accettabili di prezzo, i fondi sono ora pronti a mettere in vendita le partecipazioni non più strategiche arrivate a maturazione», spiega Tugnoli che poi sottolinea come, rispetto al recente passato, «i private di maggior successo sono quelli che accettano di dialogare con l'imprenditore e quindi anche una posizione di minoranza qualificata. Quanto invece al lato economico vi è molta più attenzione al debito. E certo, se in via teorica il ritorno atteso dal private rimane al 25%, in concreto gli istituzionali accettano anche meno. Molto meno, purché si tratti di un ritorno prudentemente reale».

UN TREND DURATURO. E

questo è solo l'inizio. «Le attività dei private equity stanno crescendo e il trend è strutturale e non solo ciclico e sarà quindi così ancora per un po' di anni», afferma con convinzione Piero Novelli, nuovo global co-head della divisione M&A di Nomura. I motivi sono presto detti. L'esperto infatti spiega che «i mercati dei capitali si sono rafforzati nel corso dell'ultimo anno e attualmente sono molto liquidi. Questo rende molto più faci-

le finanziare le operazioni dei private equity. I flussi di capitale cercano dei ritorni sempre più accettabili in un mondo dove i tassi di interesse e le rendite dei bond restano ancora ai minimi storici e ciò porta all'aumento dell'appetito degli investitori per il fund raising dei fondi di private equity. Il mercato delle Ipo infine è stato certamente aperto e questo offre supporto alle attività dei private perché si collega alla fiducia nelle exit strategy». In vetrina non mancheranno le occasioni interessanti anche sul listino. Ormai le aziende sono state ristrutturate anche attraverso tagli drastici dei costi e la leva è stata ridotta ai minimi termini. Non c'è più quindi spazio di miglioramento sui margini e, in un mercato solo in lieve ripresa, difficilmente si può contare su un'ascesa del fatturato. Per questo l'M&A sarà protagonista dei prossimi mesi. «I grandi gruppi industriali hanno ora risorse finanziarie e poco indebitamento, saranno quindi molto più aggressivi nell'eseguire fusioni e acquisizioni proprio come strumento per far crescere gli utili. Al tempo stesso saranno tuttavia a loro volta, e per gli stessi motivi, sempre più attratti per i private come potenziali target».

I POTENZIALI TARGET. Gli operatori concordano: nessuna preferenza settoriale ma piuttosto una ricerca di asset di qualità. Di «ritorno ai fondamentali dell'economia» parla anche Gervasoni. Più in generale per Novelli le principali attrattive per un private equity sono: «Flussi di cassa rilevanti, stabili e prevedibili; investimenti necessari idealmente; ottimo management team alla guida o disponibile a subentrare». Da non trascurare poi le «prospettive di uscita dall'investimento». O il rischio, come insegna il caso Seat, potrebbe essere quello di rimanere bloccati in un investimento non più redditizio. «Una volta risvegliato anche il mercato delle Ipo, ovvero una delle exit strategy predilette dai fondi, ci saranno tutti gli elementi per una completa ripresa delle attività dei private», sostiene Alessandro Frigerio, gestore di Rnj Sgr. Più difficile scovare i nomi. «Parmalat innanzitutto, visto che è una public company dotata per di più di un ricco tesoretto. Ma guarderei anche ad alcune società ricorrenti come Amplifon, Sorin, Interpump e a livello di business Impregilo», commenta Patrizio Pazzaglia, responsabile investimenti di Bank Insinger de Beaufort secondo cui, al momento, sono un po' passate di moda le società attive nella navigazione come Aicon e Premuda, in precedenza nel mirino.

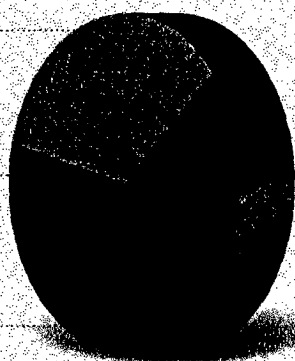
Livello medio di leva finanziaria

Fonte: Italy private equity confidence survey

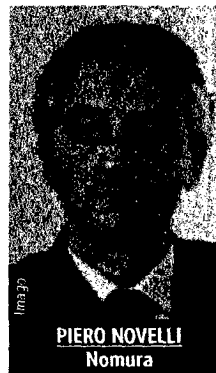
34,8%

4,3%

60,9%

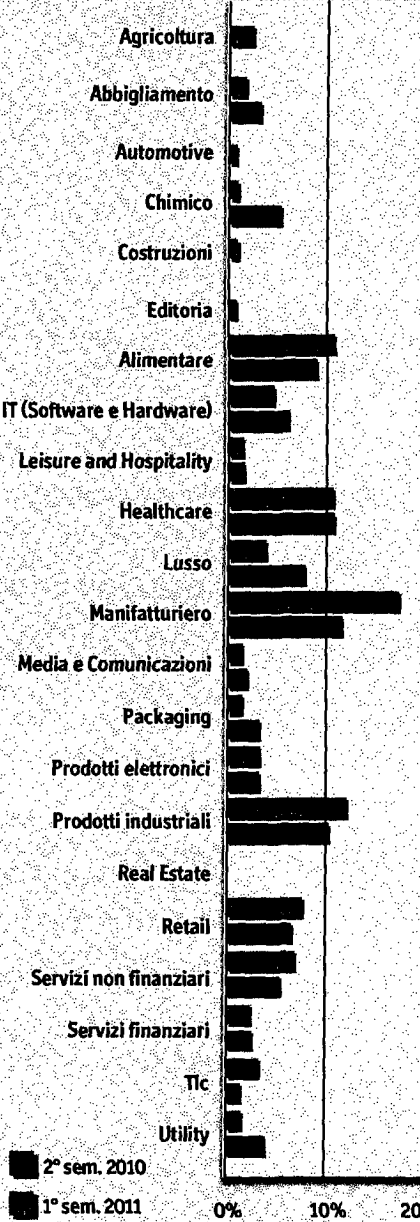


La leva finanziaria (rapporto DEBITO/EBITDA) utilizzata per le acquisizioni effettuate nel corso degli ultimi sei mesi



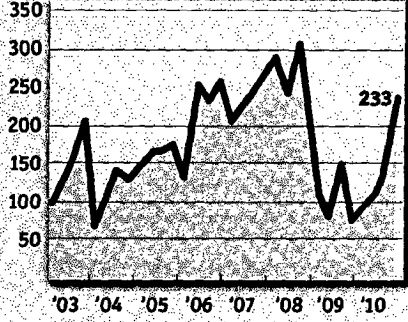
Investimenti futuri attesi

Fonte: Italy Private Equity Confindence Survey



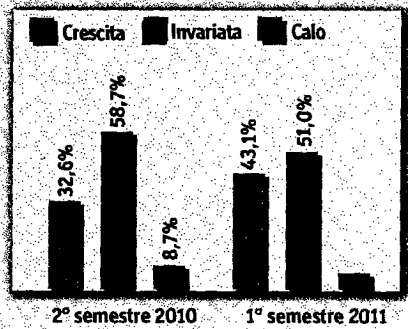
2003-10 PE Monitor Index

Fonte: Osservatorio PEM



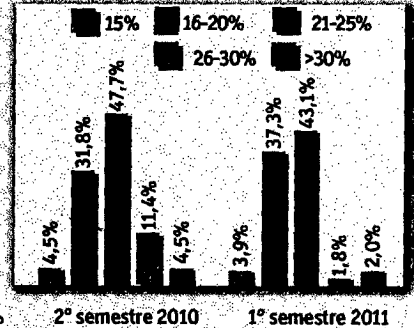
Attese attività 1H2011

Fonte: Italy PE Confidence Survey



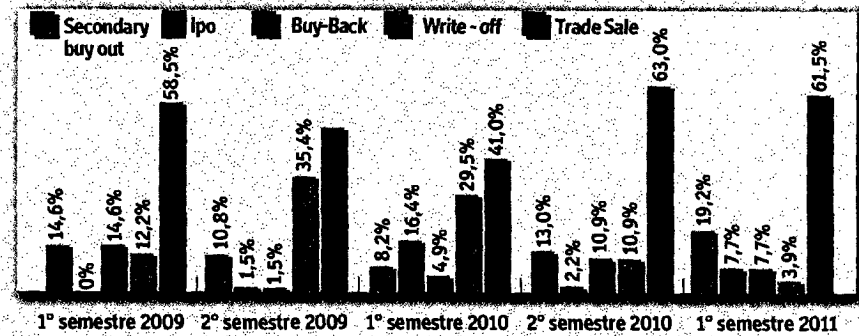
Rendimento «accettabile»

Fonte: Italy Private Equity Confidence Survey



Attese sulle modalità di uscita dall'investimento

Fonte: Italy Private Equity Survey 1° semestre 2011- Deloitte Financial Advisory Services



Il successo arride a chi snobba Piazza Affari

Potrebbe sembrare un paradosso ma Piazza Affari, finora, non ha portato fortuna ai fondi che hanno deciso di intraprendere la via della quotazione. E questo nonostante in più di un caso siano stati proprio i fondi gli artefici delle storie di successo e di rilancio che hanno attraversato la Borsa negli ultimi anni, come dimostra il caso di Coin.

«Non credo che i private equity sponsor debbano essere quotati in Borsa in quanto, anche se la quotazione presenta degli ovvi vantaggi per i partner del fondo, come evidentemente la liquidità, potrebbe essere una distrazione inutile al fine di massimizzare il ritorno economico degli investimenti che è l'obiettivo principale di tutti i fondi», sostiene in merito Piero Novelli, global co-head della divisione M&A di Nomura. Non solo. Anna Gervasoni, direttore generale di Aifi, evidenzia infatti come «la quotazione implichi una serie di costi e problematiche burocratiche che incentivano gli operatori a utilizzare canali più tradizionali di dismissione».

A Piazza Affari gli esempi non mancano: da M&C a DeA Capital, Cape Live, Mid Industry, Investimenti & Sviluppo, Tip e Yorkville solo per citare i più noti casi di società di investimento. DeA Capital, vei-

colo societario in cui De Agostini ha concentrato i propri investimenti in private equity e nel settore dell'alternative asset management, negli ultimi tre anni ha perso il 60% circa, nonostante una politica di investimento attiva, un giudizio delle banche d'affari rimasto sostanzialmente

positivo e un nav che a oggi risulta doppio rispetto ai valori di Borsa (il net asset value si attestava a 2,58 euro per azione al 30 settembre). Si consideri che le

holding italiane trattano in media con uno sconto sul nav limitato al 34%. Un po' meglio è andata a Tip, che in tre anni ha perso il 23% e rimane un titolo da acquistare per i due broker che seguono il gruppo (Integrae ha un target a 2 euro mentre Equita a 1,58). Diverso il caso di Management & Capitali, oggetto di un lungo tira e molla tra la stessa Tip e il fondatore Carlo De Benedetti. Alla fine, dopo l'accordo di dicembre, il 31 gennaio partirà l'Opa obbligatoria a 0,215 euro da parte di Per spa di De Benedetti sul veicolo specializzato in ristrutturazioni che, nonostante tutto, in tre anni ha perso il 77% circa. L'operazione si chiuderà il 18 febbraio. Tra gennaio 2007 e oggi, infine, Cape Live ha perso il 54%, Mid Industry il 60% e Yorkville Bhn il 96%.

