

di Stefania Peveraro

Se la prima metà dell'anno era stata all'insegna dell'ottimismo, passata l'estate i fondi di private equity in Italia, così come in Europa, hanno dovuto tirare il freno a mano e fare i conti con il credit crunch. Il blocco del credito dovuto alla crisi economica scatenata dalle tensioni sui debiti sovrani dei Paesi periferici dell'area euro, Italia compresa.

Così, le grandi operazioni si sono concentrate nei primi mesi del 2011, mentre negli ultimi tempi l'attività si è indirizzata solo sui deal più piccoli, con il Fondo Italiano d'Investimento che ha fatto la parte del leone. Il veicolo guidato da Gabriele Cappellini e sponsorizzato da Cdp e dalle principali banche italiane, infatti, nel 2011 ha chiuso ben 18 investimenti diretti, per un totale di 186,5 milioni di euro. Tutte operazioni orientate a dotare le aziende target dei capitali necessari a un ulteriore sviluppo, che magari può passare dall'acquisizione di altre aziende dello stesso settore. Una strategia di M & A è sempre utile per competere sullo scenario internazionale. Ecco perché anche aziende di dimensioni più piccole del tradizionale target del fondo (si parte da un minimo di 10 milioni di fatturato), potranno essere prese in considerazione.

Tornando ai bilanci dell'anno appena trascorso, l'ultimo grande deal riguarda l'operazione di Investindustrial sul capitale di Bpm, che finora ha impegnato il fondo guidato da Andrea Bonomi per oltre 233 milioni, a fronte dell'acquisto del 9,01% del capitale a un prezzo medio di carico che, secondo quanto risulta a *MF-Milano Finanza*, è stato di poco superiore ai 30 centesimi. Sempre Investindustrial è stato protagonista anche di altre due delle principali operazioni del 2011: l'opa su Snai, realizzata insieme a Vei e l'opa su Coin effettuata con BC partners e il fondo pensione Ontario Teachers.

Gli altri big deal hanno riguardato il mondo dell'energia con F2i e Axa Private equity che hanno acquisito la rete italiana del gas di Gdf, accorpandola alle altre due che già controllavano insieme, quelle di Enel Rete Gas e di E.On. Il colosso Usa First Reserve ha invece rilevato da Finmeccanica il 45% di Ansaldo Energia. Infine va ovviamente citato il deal di Eurazeo su Moncler, che ha sfilato alla Borsa una delle ipo più attese dell'anno.

E sempre in tema di big deal, sullo sfondo restano la quotazione di Avio, di cui per ovvi motivi di mercato non si parla più da tempo, e l'asta per Rottapharm, a bagnomaria per la difficoltà di reperire i finanziamenti necessari al deal. Il credit crunch, infatti, se non ha frenato le operazioni di aumento di capitale per lo sviluppo, fatti in genere senza ricorso alla leva, ha invece di fatto bloccato i buyout. Secondo quanto risulta a *MF-Milano Finanza*, infatti, quando

**PRIVATE EQUITY** Le operazioni di buyout, complice il credit crunch, sono state pochissime nel 2011 e saranno ancora meno l'anno prossimo. La parola d'ordine è capitale per lo sviluppo, senza leva. E chi ci punta raccoglie soldi

## La fusione si fa più piccola

I FONDI ITALIANI IN RACCOLTA			
Dati in milioni di euro Fondo/veicolo	Società di gestione	Target	Impegni già raccolti
♦ Sinergia II	Synergo sgr	350	100
♦ Atlante Private Equity	Atlante sgr	250	150
♦ Alto Capital III	Alto Partners sgr	150	50
♦ Idea Efficienza Energetica	Idea Alternative sgr	150	51
♦ Gradiente	Gradiente sgr	100	75
♦ Neip III spa	Finanziaria Internazionale	100	75
♦ Antares Private Equity spa	Antares Private Equity spa	50	15
♦ Arcadia Small Cap	Arcadia sgr	60	45
♦ Fondamenta II	Fondamenta sgr	150	80
♦ Investimenti Rinnovabili	Fondamenta sgr	100	60
♦ Annapurna Seed Capital	Annapurna e Fondamenta sgr	30	10

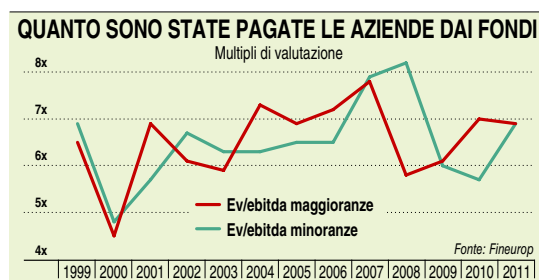
Fonte: elaborazioni MF-Milano Finanza su dati Fineurop, Private Equity Monitor e dati pubblici

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

I DIECI DEAL DI PRIVATE EQUITY ITALIANI PIÙ IMPORTANTI DEL 2011				
Dati in milioni di euro				
Fondo acquirente	Società target	Quota capitale acquisita	Equity investito	Ev
♦ BC Partners, Ontario Teachers, Investindustrial	Gruppo Coin	100%	930	1.300
♦ Eurazeo	Moncler	45%	418	1.200
♦ F2i e Axa Private Equity	G6 Rete Gas	100%	n.d.	772
♦ F2i e Intesa Sanpaolo	Metroweb	100%	264	436
♦ Vision Capital	Bormioli	94,5%	250	350
♦ Investindustrial	Banca Popolare di Milano	9%	233,5	n.d.
♦ First Reserve	Ansaldo Energia	45%	225	1.230
♦ Investindustrial e Vei	Snai	67%	185	465
♦ Alpha Private Equity	Savio Macchine Tessili	100%	130	300
♦ Trilantic	Gamenet	80%	53	200
♦ Mandarin Capital Partners	Miroglio	4%	40	1.000
♦ Change Capital Partners e Quadrivio	Vesevo (Rossopomodoro)	70%	18	53,5

Fonte: elaborazioni MF-Milano Finanza su dati Fineurop, Private Equity Monitor e dati pubblici

GRAFICA MF-MILANO FINANZA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

un fondo riesce effettivamente a trovare le banche disposte a erogare un finanziamento a supporto di un buyout (e già questa non è un'operazione semplice), si trova oggi a dover pagare da 400 a 450 punti base sulla tranche A senior, che in genere va poi ammortizzata in 5 anni e non più in 6 o 7 come era prima, mentre lo spread sale a 525-575pb per la tranche B, sempre senior a 6 anni. Il tutto senza contare il costo di un eventuale swap sui tassi, che gira comunque intorno a 300pb. Non solo. Le banche arranger oggi si fanno pagare upfront una commissione di 400-500pb. E il debito può arrivare al massimo a

rappresentare la metà del valore dell'acquisizione, che per il resto deve essere coperta da equity, con il debito senior che non viene concesso per un importo che superi 3-3,75 volte l'ebitda. Quanto al debito mezzanino, è praticamente scomparso dai radar e, quelle poche volte che viene compreso in una struttura di buyout, non supera un valore compreso tra 0,75 e 1 volta l'ebitda. In questo caso, però, il debito senior diminuirà proporzionalmente a un massimo di 3 volte l'ebitda.

Ad ogni buon conto, le operazioni che si sono concluse nel 2011 hanno valutato le aziende a multipli di fatturato ed ebitda ancora

abbastanza sostenuti, anche se assai inferiori a quelli del 2007. «Per il 2012 non mi aspetto che i multipli crollino, tuttavia i fondamentali deboli di molte aziende creeranno un problema valutativo e una differenza spesso marcata tra prezzo richiesto e prezzo offerto. Questo potrà essere in parte risolto con formule di earn out, ossia supplementi di prezzo legati alle performances future», ha commentato a *MF-Milano Finanza* Eugenio Morpurgo, amministratore delegato di Fineurop, la casa di consulenza ormai nota sul mercato per la sua attività di monitoraggio dei multipli di tutti i deal di private equity. «Mi attendo per il 2012», ha aggiunto Morpurgo, «una limitatura dei multipli, un numero ridotto di buyout e un maggior numero di minoranze, spesso effettuate solo attraverso aumenti di capitale, in modo da fornire all'azienda benzina per lo sviluppo. Operazioni, per lo più finanziate completamente da equity». In Italia, insomma, il private equity continuerà a trovare spazio soprattutto in un ruolo di sostegno delle piccole e medie aziende nell'internazionalizzazio-

ne e nei piani di crescita esterna. «Considerando anche la chiusura quasi totale del mercato delle ipo, che potrà durare ancora almeno un anno, il 2012», ha concluso Morpurgo, «potrà essere per il private equity italiano l'anno del capitale di sviluppo. Gli imprenditori però si aspetteranno sempre di più dal fondo una spinta concreta alla realizzazione e al miglioramento del business plan, tramite un contributo geografico (per esempio l'aiuto alla penetrazione in nuovi mercati) o settoriale».

Non a caso gli unici fondi di private equity italiani che quest'anno hanno chiuso la raccolta, o si trovano in fase di fundraising avanzata, sono veicoli dedicati alle piccole e medie imprese con particolare focus alle operazioni di capitale per lo sviluppo. E peraltro, anche in questo caso, il Fondo Italiano d'Investimento ha avuto un ruolo importante, con 205 milioni di euro investiti in 9 fondi di private equity dedicati alle piccole e medie imprese, alcuni di emanazione confindustriale, altri di emanazione bancaria e altri ancora indipendenti.

In particolare, nelle ultime settimane Quadrivio sgr, dopo il primo closing a inizio anno a quota 100 milioni, ha raggiunto il target dei 150 milioni di impegni per il secondo fondo Q2. Da parte sua Neip III spa, la holding di investimento promossa da Finanziaria Internazionale, ha alzato l'asticella del target di raccolta a quota 100 milioni dagli 80 previsti inizialmente, annunciando la scorsa settimana il primo closing a quota 75,2 milioni anche grazie a 20 milioni del Fondo italiano d'investimento.

Primo closing raggiunto anche per Gradiente I, il fondo gestito da Gradiente sgr (Fondazione Cariparo, Carimonte, Sinloc e manager), che nei mesi passati ha ottenuto un investimento di 20 milioni dal Fondo italiano e che ha un target di 100 milioni. Infine, anche Arcadia small cap, il fondo lanciato da Arcadia sgr (costituito da Guido Belli e Simone Armaboldi, entrambi ex Bridgepoint), ha siglato il primo closing della raccolta a 45 milioni su un target di 60 milioni, anche grazie al contributo di circa 11 milioni del Fondo europeo d'investimento. Mentre Fondamenta sgr, guidata da Giuseppe Campanella, sta curando la raccolta di Fondamenta II, un fondo di fondi di private equity che, a differenza di Fondamenta I, investirà per il 70% in tre nuovi veicoli captive sponsorizzati dallo stesso fondo di fondi e gestiti da nuovi team individuati dall'sgr e specializzati su singoli settori. (riproduzione riservata)