



Private equity Italia, 2010 incerto, opportunità per coraggiosi

Massimo Gaia

Reuters, 30 novembre

Crisi dei tradizionali modelli di business e concorrenza aggressiva dall'esterno del settore anticipano per il private equity in Italia un 2010 che potrebbe offrire in egual misura opportunità e incognite, mentre la pelle rinnovata dei fondi chiusi non nasconde le ferite sofferte con la crisi economica e finanziaria.

Parlando con Reuters, i protagonisti del settore non mancano di sottolineare che le prospettive dell'economia sono tutt'altro che chiare. "Credo che il ciclo attuale durerà ancora per tutto il 2010 e forse anche oltre, con un momento di particolare problematicità nel secondo semestre, quando verranno presentati i bilanci del 2009", sostiene Adriano Bianchi, numero uno in Italia di Alvarez & Marsal, specializzata in corporate turnaround e performance improvement.

Una delle certezze è che un classico come il modello del leveraged buyout si è estinto o, quantomeno, sta subendo una profonda trasformazione. "Il leveraged buyout puro - prendere un'azienda in salute, caricarla di debito e rivenderla dopo qualche anno di de-leveraging - non funziona più", sostiene Alfonso Marone di Value Partners, "perché la leva è scarsa e non ci sono abbastanza asset del profilo richiesto per convogliare la liquidità in circolazione, che ammonta a circa mille miliardi di dollari".

Banche ancora disponibili a finanziare deal medio-piccoli

Il nodo riguarda la scarsità di debito: le banche, scottate dal credit crunch, non sono disposte a finanziare operazioni con una leva molto spinta.

Ma i mega-deal sono sempre stati una rarità dalle nostre parti e, come dicono gli operatori, il discorso per il finanziamento di deal medio-piccoli "industriali" trova le banche disponibili; quindi, il private equity non sarà messo al tappeto da questo problema. "Il mercato è concentrato sul mid-market, come è giusto che sia alla luce della struttura dell'economia italiana", conferma Elio Milantoni di Deloitte Financial Advisory Services.

Certo, la riduzione della leva porta a selezionare gli investimenti con maggiore attenzione, confermano Massimo La Torre, Decio Morgese e Francesco Mirarchi dello studio legale Grasso La Torre Morgese Cesàro. E parlano di ritorno del private equity al panorama di dieci anni fa. Le aziende resteranno più a lungo nei portafogli dei fondi, facendo emergere le capacità imprenditoriali.

La concorrenza di corporate, hedge e family office

L'altra parola d'ordine è selezione naturale: non tutti gli operatori sopravviveranno all'onda distruttiva provocata dal credit crunch. Per Milantoni, di conseguenza, anche le transazioni del private equity hanno subito una contrazione dei multipli di acquisizione e i prezzi offerti sono minori, ma, come sostiene il partner responsabile del M&A di Deloitte, "potranno essere compensati da un progetto industriale condiviso fra imprenditore e fondo, che diventa una valida integrazione delle banche, in difficoltà in questo periodo nel finanziare lo sviluppo delle aziende".

Non potendo mettere sul piatto valutazioni superiori rispetto ai corporate perché foraggiati dalle banche, il private equity rischia ora di essere perdente non soltanto nei confronti dei trade buyers, ma anche di subire la concorrenza di acquirenti che in passato non esistevano o erano defilati, come nel caso dei fondi hedge.

Anche alcuni family office potrebbero essere particolarmente aggressivi. Una fonte finanziaria cita l'esempio di "Patrizia Montagni, vedova di Luca Fossati (vittima nell'incidente aereo di Linate), che con i fondi ottenuti dalla vendita di Star ha messo in piedi un family office con una potenza di fuoco di 1 miliardo di euro, che punta ad acquisire aziende". Non è stato possibile avere un commento da Patrizia Montagni.

"In questo momento stiamo vedendo numerosi fondi alla ricerca di opportunità d'investimento a leva zero e di partnership industriali. In ogni caso, il focus degli operatori che vediamo è quello dello sviluppo industriale", spiega Stephane Klecha, managing partner della merchant Klecha & Co.

Si nota, inoltre, il malessere degli istituzionali nei confronti dei fondi e, più in generale, delle forme tradizionali di gestione del risparmio.

"Lo spostamento di potere negoziale a favore degli investitori non ha precedenti", nota Enzo Schiavello, avvocato di Legance Studio Legale. "Gli investitori possono influenzare elementi organizzativi importanti relativi ai fondi".

Strumenti innovativi e focus settoriale

La risposta dei fondi alle pressioni passa attraverso una selezione accurata dei target e una diversificazione degli strumenti d'investimento, ad esempio, riassume Marone, facendo investimenti di minoranza come nelle partnership fra corporate e private equity.

Tra gli strumenti innovativi c'è il capitale privilegiato (preferred equity), la strada che ha percorso Hutton Collins per investire in Aquafil. "I deal ci sono, le occasioni non mancano. Bisogna trovare le nicchie", dice Mauro Moretti di Hutton Collins. Klecha conferma: "Vediamo alcuni family office e hedge fund alla ricerca di opportunità di investimento senza necessità di controllo e favorendo obiettivi di rendimento (convertibile, preferred, strutturato)".

In sintesi, come pronostica La Torre, elementi per sperare una cauta ripresa ci sono: "Non credo che il 2010 sarà totalmente fermo, ma la ripartenza sarà lenta", dice. L'avvocato vede "molta attività di ricerca di opportunità e poche operazioni concluse, con assestamento nel secondo semestre o nel 2011".

Filippo Troisi di Legance parla addirittura di un 2010 "estremamente promettente", mentre il collega Bruno Bartocci aspetta un'accelerazione nel secondo semestre. Ottimisti anche Marco Capello ed Emilio di Spiezio Sardo di Bluegem, a Londra: "Pensiamo sia un periodo interessante per la presenza di multipli ragionevoli".

Danilo Mangano e Franco Prestigiaco, partner di Xenon Private Equity, che ha chiuso la raccolta del primo fondo a quota 150 milioni (si tratta del quinto fondo raccolto da questo team che in precedenza lavorava sotto le insegne di Arner), rivendicano: "Siamo focalizzati sugli investimenti industriali" e guardano a deal nella "farmaceutica specializzata, chimica, meccanica e information technology".

Per i fondi di taglia medio-grande, network internazionali con una presenza in Italia, sono cruciali la focalizzazione settoriale e la diversificazione degli strumenti di investimento.

Advent International può contare su un global fund da 6,6 miliardi di euro, investito per circa il 20%. E su un'expertise in alcuni settori specifici, come media, business services, servizi finanziari, leisure, tlc, retail e sanità. "Facciamo operazioni con un contenuto industriale importante, senza troppa leva", affermano i managing director Francesco De Giglio e Filippo De Vecchi. "La parte preponderante dei ritorni di Advent deriva dalla crescita dell'Ebitda delle società in portafoglio".

Potenza di fuoco e disciplina negli investimenti sono le armi di Trilantic Partners, operatore nato dal buyout del private equity di Lehman Brothers. "Abbiamo circa 1,8 miliardi di dollari da investire", racconta Vittorio Pignatti-Morano, partner di Trilantic, che avverte: "Uno dei grandi rischi del private equity è cambiare spesso idea sui criteri di investimento, adattandoli agli umori del mercato".

"Riteniamo che comprare una società con ragionevoli prospettive di crescita (almeno 5% di aumento annuo dell'Ebitda) sotto le sette volte il margine lordo, finanziando l'operazione metà a leva, oggi dia prospettive di raddoppiare il valore dell'investimento in cinque anni", conclude Pignatti-Morano.