

copertina

PRIVATE EQUITY

Atto secondo

I volumi del private equity sono tornati agli anni pre-crisi. Ma con alcune differenze. Meno leva e speculazione, più strumenti ibridi e attenzione all'aspetto industriale

di **Maria Buonsanto**



DOPO ANNI DI ALTI E BASSI, IL 2015 HA segnato un significativo incremento dell'attività di investimento, che è tornata ad attestarsi, nella sostanza, sui livelli precedenti alla crisi. Il mercato del private equity – secondo i dati diffusi dall'osservatorio Private equity monitor (Pem) – ha

chiuso l'anno con un dato aggregato di 109 operazioni monitorate e un incremento di circa il 22% rispetto alle 89 operazioni del 2014. Un dato paragonabile non veniva registrato dal 2008, quando si contano 127 operazioni (si veda la tabella 1 a pagina 59). Dopo il 2008 seguono anni di profonda reces-

copertina

«Negli anni pre-crisi i fondi
erano troppo speculativi
e avevano una logica
solo finanziaria.
Oggi si sviluppa l'asset»

sione per il comparto a causa della doppia crisi che investe l'Italia.

La prima è quella seguita al fallimento della **Lehman Brothers** e alla conseguente crisi delle economie reali di molti paesi occidentali partner economici dell'Italia. Sebbene il sistema finanziario italiano esca sostanzialmente indenne dal terremoto che colpisce la finanza mondiale, il crollo delle esportazioni determina una crescita negativa del Pil nel 2008 (-1,2%) e una delle peggiori performance nel 2009 (-5,5%). La crisi strutturale che investe l'economia italiana, accompagnata dal crollo della leva finanziaria, porta al calo degli investimenti. Il 2009 si chiude a quota 55 operazioni di private equity, che rappresenta il picco più basso dell'ultimo decennio.

Il crollo delle attività di private equity perdura anche nel 2010, mentre il 2011 sembra far presagire un possibile ritorno degli investimenti, con 89 operazioni registrate. È proprio in quell'anno però che esplose la crisi dei debiti sovrani. L'enorme stock di debito pubblico di nuovo in crescita a partire dal 2008, unito alla scarsa credibilità del governo e del sistema politico italiano, induce gli investitori internazionali a dubitare della solidità del bilancio pubblico tricolore e, quindi, ad acquistare i titoli di debito italiani solamente a condizione che i relativi tassi d'interesse siano abbastanza alti da compensare l'aumentato rischio.

Il differenziale di rendimento fra i titoli di stato italiani e quelli tedeschi comincia a crescere di mese in mese (con un'eccezione nel mese di agosto dovuta all'acquisto da parte della **Banca centrale europea** di una notevole quantità di titoli italiani sul mercato obbligazionario) arrivando a superare i 500 punti nel mese di novembre. Le banche italiane non sono più in grado di elargire finanziamenti al settore privato a tassi ragionevoli, determinando ulteriori difficoltà di accesso al credito a privati e imprese. Tra le conseguenze della crisi del credito, si registra una nuova stretta sul private equity, che chiude il 2012 e il 2013 rispettivamente a quota 80 e 63 operazioni.

L'atteggiamento conservativo delle banche e la diminuzione della leva finanziaria associati all'elevato rischio paese sono state, quindi, le cause principali del crollo del

private equity nel quinquennio 2009-2013. Poi nel 2014 arriva l'inversione di tendenza e l'Italia torna a essere appetibile. Le banche, superato il rischio paese, riaprono i rubinetti; aumenta l'interesse degli investitori stranieri per società italiane con buone possibilità di crescita, che a causa della lunga crisi possono essere acquistate a prezzi ancora vantaggiosi rispetto a quelle di altri paesi. L'Italia giova di una relativa stabilità politica che rende più sereni gli investitori e, infine, una serie di nuove riforme danno segnali di maggiore stabilità. Tra le riforme più interessanti sono da segnalare quella sul lavoro, quella sulla legge fallimentare e la recente circolare dell'Agenzia delle Entrate rispetto alla fiscalità dello strumento del leveraged buyout, cioè delle operazioni di acquisizione con indebitamento. La circolare fornisce informazioni e chiarimenti e afferma che la deducibilità degli interessi passivi è sostenibile sia nel caso in cui l'operazione di acquisizione con indebitamento sia posta in essere da un insieme di soggetti residenti in Italia, sia in presenza di soci e finanziatori esteri. Va, infine, citato il decreto sugli interpellati relativi ai nuovi investimenti italiani. Il provvedimento, al fine di garantire maggiore certezza in ambito fiscale per le imprese che intendono effettuare investimenti in Italia, consente ai grandi investitori di ottenere chiarimenti sull'impatto fiscale delle operazioni allo studio. Anche se le tempistiche previste per avere una risposta potrebbero essere lunghe, il segnale inviato agli investitori è stato senza dubbio quello di una maggiore trasparenza del sistema fiscale.

Se è vero che a partire dal 2014, grazie all'azione congiunta di questi fattori, si è assistito al ritorno del private equity in Italia, è altrettanto vero che questa nuova ondata di investimenti e di investitori presenta contorni molto differenti rispetto agli anni precedenti al 2008.

Le tendenze del nuovo private equity

Dal punto di vista delle principali evidenze, secondo l'osservatorio Pem, nel 2015 c'è stata una netta prevalenza delle operazioni di buyout, che si attestano al 77% delle preferenze, in deciso aumento rispetto all'anno precedente (57%). Inoltre, nell'anno appena

copertina

«In un paese come l'Italia fatto di piccole aziende c'è posto per tutti gli operatori, anche per i più piccoli»



Bruno Gattai

concluso, si conferma il ruolo di assoluto rilievo degli investitori esteri: ben il 53% delle operazioni è stato concluso da fondi non domestici, contro il 51% del 2014. Parallelamente, risulta in calo il livello di concentrazione del mercato: 26 operatori hanno raccolto il 50% dell'attività d'investimento; mentre nel 2014 la metà delle operazioni era stata realizzata da 20 operatori.

In termini di target, le imprese familiari rappresentano la maggior parte delle opportunità di investimento e registrano un incremento significativo rispetto allo scorso anno (61% contro il 47 per cento). Diminuiscono rispetto all'anno precedente le cessioni di rami d'azienda da parte di gruppi nazionali (13% rispetto al 20%); mentre conferma la propria rilevanza il mercato secondario, pur in leggera contrazione rispetto al 2014 (20% rispetto al 24 per cento).

Per quanto concerne i settori d'intervento privile-

giati, gli operatori pongono la loro attenzione principalmente verso il manifatturiero, comparto che attrae il 25% delle operazioni di investimento, evidenziando tuttavia un notevole decremento rispetto al 2014 (43%). I beni di consumo confermano la loro seconda posizione tra le preferenze degli investitori (17%), segnando però anch'essi una decrescita rispetto al 2014 (25%). Mentre tra i settori in crescita emerge quello dei servizi finanziari, che nel 2015 si attesta al 7% rispetto al 2% dell'anno precedente.

L'assicurativo (in particolar modo ramo vita) e il bancario (compresa cessione del quinto e di Non-performing loans) sono visti oggi come asset molto remunerativi mentre prima del 2008 non erano settori a cui gli operatori avrebbero potuto guardare perché il possesso del controllo di una banca da parte di un fondo non sarebbe stato autorizzato dalle authority. L'attenzione al settore finanziario costituisce, quindi, una delle prime grandi differenze tra questa nuova fase del private equity e quella precedente la crisi. A inaugurare le operazioni su asset finanziari è stato nell'autunno 2011 il caso della **Popolare di Milano**, con l'ingresso del fondo **Investindustrial** di Andrea Bonomi. Ma è nel 2015 che si registra l'operazione più ricca, con la cessione da 2,15 miliardi di euro dell'**Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane** a **Mercury Italy**, veicolo di **Bain Capital**, **Advent International** e **Clessidra**. Advisor legali dell'operazione sono stati **BonelliErede**, **Carbonetti**, **Gatti Pavesi Bianchi** e **Weil Gotshal & Manges** al fianco del veicolo; mentre **Lombardi Molinari Segni** ha affiancato i venditori.

Le differenze rispetto agli anni pre-crisi non si limitano ai settori di interesse per gli operatori di private equity, ma riguardano, da un punto di vista strutturale, il modo di operare degli investitori. «Negli anni pre-crisi gli operatori del settore confidavano enormemente nell'effetto leva finanziaria e valutavano con meno attenzione la vera capacità di crescita industriale e commerciale dell'azienda da acquisire. Il comportamento dei fondi era diventato così troppo speculativo e con una logica solo finanziaria, non mi-

copertina

rata a una vera e duratura creazione di valore», spiega Bruno Gattai, socio fondatore di **Gattai Minoli Agostinelli**.

I private equity, nati come forma di finanziamento per far crescere le imprese, negli anni precedenti la crisi sembravano aver deviato dal fine principale: da motori di sviluppo per le imprese si erano trasformati in puri speculatori. Le dinamiche erano semplici: si introducevano nel capitale dell'impresa e finanziavano i suoi progetti di sviluppo attraverso operazioni a leva finanziaria molto alta. In questo modo scaricavano i rischi sulla società stessa e, dopo aver incassato le plusvalenze, uscivano a caccia di un'altra target. Sono questi gli anni in cui gli operatori di private equity vengono paragonati alle locuste, data la particolarità del loro comportamento: approfittare momentaneamente di una impresa, beneficiare così dell'abbondante cedola per poi andare alla ricerca di un'altra. Un tale atteggiamento speculativo era consentito anche dal facile ricorso al debito. «In passato mediante ricorso allo *staple financing* si arrivava a mettere sul piatto delle negoziazioni anche una banca pronta a finanziare l'acquisto di un operatore finanziario non ancora individuato», commenta il socio di **Pedersoli** Ascanio Cibrario. Era talmente facile utilizzare la leva che le operazioni seguivano tutta una logica finanziaria, in cui contava poco la scelta della società target. Oggi questo tipo di operazioni non possono più essere fatte: la leva finanziaria è inferiore e il fondo dà un maggiore supporto per far crescere la target. «Il cambiamento del contesto economico generale ha comportato da un lato la riduzione della componente di leva finanziaria rispetto all'apporto di equity e dall'altro lato l'allungamento degli holding periods medi degli investimenti dei fondi; questi due fattori hanno avuto il naturale effetto di orientare sempre più i comportamenti dei fondi verso logiche industriali volte alla creazione di valore nel medio-lungo periodo», sottolinea il socio di **Chiomenti** Luigi Vaccaro.

Da registrare, inoltre, i cambiamenti nell'utilizzo degli strumenti finanziari. La formula magica del leveraged buyout oggi è vista con sospetto ed è stata

sostituita, oltre che da un maggior bilanciamento tra equity e leva, anche dall'utilizzo di strumenti di finanziamento ibridi regolati da legge statunitense o inglese come gli high-yield, i senior loans, ma anche i private placement sottoscritti da fondi di debito.

Identikit del mercato

L'affacciarsi sul mercato italiano dei fondi di debito, vale a dire i fondi d'investimento che erogano nuovi finanziamenti tramite sottoscrizione di emissioni obbligazionarie dedicate, rappresenta un'altra delle novità dell'ultimo biennio.

Complessivamente, secondo l'**Aifi** (associazione italiana del private equity, venture capital e private debt) nei primi due anni di attività di investimento, si sono registrate nel mercato italiano del private debt 46 operazioni, distribuite su 42 società, per un ammontare pari a 264 milioni di euro. Nel dettaglio, il primo anno in cui si è registrata tale attività, vale a dire il 2014, è stato caratterizzato da 15 investimenti, per un ammontare complessivo pari a 107 milioni di euro. Nel 2015, invece, questi dati sono cresciuti in modo significativo, con 157 milioni di euro (+47%) e 31 operazioni (+107 per cento).

La maggior parte dell'attività di investimento è stata condotta soltanto da una risicata minoranza dei fondi lanciati. In particolare, i fondi di minibond più attivi sono quelli gestiti da **Duemme** (89,4 milioni), **Anthilia Capital Partners** (70,45 mln), **PensPlan** (55,7 mln), **Finint Investments** (che gestisce due fondi per 49,4 mln e 35,5 mln) e **Pioneer** (31,7 mln).

Insieme alla comparsa sulla scena dei fondi di debito, si vedono più spesso fondi multi-strategy, che seguono differenti strategie insieme per beneficiare dei possibili vantaggi della diversificazione. Inoltre, «tra i nuovi operatori attivi nel fund raising vanno citati i limited partners, i fondi pensione che oggi investono anche direttamente, diventando in tal modo concorrenti dei private equity», secondo Roberto Bonsignore di **Cleary Gottlieb Steen & Hamilton**. Il mercato italiano del private equity è quindi diventato più flu-

copertina

ido. Si sono affacciati nuovi operatori, mentre altri hanno abbandonato gli uffici italiani.

Prima del 2008 c'era un'attività intensissima e in Italia si contava la presenza di team corposi, come per esempio nel caso di **Apax**. Nel quinquennio 2009-2013 tanti fondi hanno chiuso gli uffici italiani e si sono trasferiti a Londra. Sempre pensando ad Apax, è da Londra che Giancarlo Aliberti oggi guida la practice italiana. Nonostante la ripresa dell'ultimo biennio, tanti fondi hanno deciso di non tornare in Italia, strutturando da Londra la loro attività italiana, o di spostarsi su altre piazze: si pensi al trasferimento in Svizzera di Investindustrial, definito in maniera unanime dagli advisor interpellati da TopLegal Review come «l'unico grande fondo italiano con aspirazioni concrete a livello paneuropeo».

Ma non ci sono solo allontanamenti dall'Italia. Va segnalato anche il permanere di importanti presenze internazionali dirette, come **Cvc** con il team guidato da Giampiero Mazza; **Permira**, con una sede milanese guidata da Fabrizio Carretti; e da ultimo **Fortress**, che con una squadra capeggiata da Francesco Colasanti è stato protagonista dell'operazione madre degli investimenti in Npl, vale a dire l'acquisizione di 9 miliardi di crediti in sofferenza di **Intesa Sanpaolo**.

Sono, inoltre, comparsi sulla scena anche nuovi operatori come **Apollo**, passato al controllo del comparto assicurativo di **Carige**, e **Lone Star**, recentemente impegnato nella gara per la conquista di **Grandi Stazioni**.

Guardando, invece, agli operatori italiani, l'elenco delle strutture grandi si fa in fretta: **Clessidra**, che dopo la scomparsa di Claudio Sposito è passata a Carlo Pesenti; Investindustrial di Andrea Bonomi ed **Equinox** di Salvatore Mancuso. È italo-francese il fondo **Alpha** di Edoardo Lanzavecchia; mentre leggermente diverso è il discorso del **Fondo italiano di investimento**, private equity in parte istituzionale (gli investitori sono **Cdp** ma anche **Abi**, singole banche, **Confindustria**). Da citare, poi, il gruppo De Agostini attraverso **Dea Capital**. Anche l'elenco dei fondi di dimensioni medie e minori è nutrito ma, data la struttura di tali fondi, le operazioni sono naturalmente di taglio minore e difficilmente hanno un respiro internazionale. La qual cosa non ne



Davide Proverbio

compromette certo la permanenza sul mercato, come messo in luce dagli advisor intervistati come Davide Proverbio di **King & Wood Mallesons**: «In un paese come l'Italia, fatto di piccole aziende, c'è posto per tutti gli operatori, anche per i più piccoli che lavorano sulle mid e small cap». Citando solo qualcuno degli operatori di medie dimensioni, basti pensare a **Private Equity partners**, **Quadrivio**, **Consilium**, **Progressio**, **Wise**, **Xenon Private Equity** e l'**Ambienta** di Nino Tronchetti Provera.

Un tempo era molto attivo anche **Investitori Associati**. Mentre recente è la notizia dell'abbandono da parte di Michele Russo di **Opera**, di cui aveva rilevato il controllo da Renato Preti tra il 2007 e il 2008 e con la quale aveva acquisito la gestione dei fondi di private equity di **Cape Natixis**. Russo si è trasferito a Londra a lavorare come managing director per il colosso del private equity paneuropeo **Terra Firma**. Quanto a Opera, nel fondo due rilevato

copertina

«Il nostro lavoro non
consiste nel conoscere i
multipli o i metodi valutativi.
Ma serve saper interloquire
anche su questo»



Giorgio Fantacchiotti

da Cape Natixis restano solo tre partecipate (**Castaldi**, **Diplomatic** e **Forno della Rotonda**). Per queste è stato siglato un accordo con **Headway capital partners**, specializzato in secondario, che le rileverà in blocco, con un ritorno positivo per i quotisti del fondo e con Opera che continuerà a lavorare come advisor per quelle partecipate.

Il vero nodo del mercato italiano, però, rimane Clessidra e il suo futuro sviluppo. La scomparsa di Sposito e il passaggio nelle mani della famiglia Pesenti hanno portato a cambiamenti importanti nella compagine, come l'uscita dell'amministratore delegato e partner Maurizio Bottinelli, nonché la più volte rumoreggiata possibile uscita di Francesco Trapani. Tutti gli operatori del settore interpellati da TopLegal Review concordano nel ritenere che sia troppo presto per fare ipotesi sul futuro della nuova Clessidra, definita da un consulente come «una storia ancora da scrivere che porta con sé il patrimonio di un passato di successo». Un fatto sembra però

mettere tutti d'accordo. Secondo un altro osservatore, «un industriale come Pesenti che investe in una Sgr è una grande novità». E sottolinea come, rispetto al passato, il profilo industriale abbia assunto un peso strategico in questa nuova fase del private equity.

Domanda e offerta si industrializzano

L'importanza dei profili industriali delle operazioni è alla base di uno dei maggiori cambiamenti che hanno interessato il mercato dal punto di vista dell'incontro tra domanda e offerta. Quando era preponderante la natura finanziaria dell'operazione, la scelta del target era quasi indifferente. «Ora invece, rispetto a qualche anno fa, si punta molto di più alla valorizzazione degli asset e alla capacità di implementare piani di crescita basati su solidi presupposti prima dell'exit e quindi la componente industriale dell'operazione è diventata molto più importante», chiosa Ascanio Cibrario. Mentre il partner di **Legance**, Filippo Troisi, evidenzia come «il morde e fuggi non conviene a nessuno perché per rivendere bene un'azienda bisogna svilupparla e i fondi di private equity sanno farlo».

Alla ricerca di realtà da sviluppare, è aumentato l'appetito dei fondi per imprese italiane ad alto potenziale, soprattutto quelle che con una iniezione di capitale hanno le carte in regola per crescere anche a livello internazionale. A livello industriale, oltre agli asset finanziari, va segnalato il ritorno d'interesse per il real estate: si pensi all'investimento di **Blackstone** sul palazzo delle **Poste** di Cordusio e sulla sede di **Rcs**. Ma gli asset più appetibili rimangono quelli legati al retail: le operazioni condotte su **Versace**, **Moncler**, **Old Wild West**, **Arcaplanet**, **Coin**, **Ovs** e **Chicco** ne sono esempi. Queste società, infatti, «hanno una grande generazione di cassa che consente di ripagare presto il debito», come sottolinea Bruno Gattai. Inoltre, «i contratti di locazione nel business retail sono fondamentali e, se gestiti con capacità e rigore, possono aiutare l'aumento dei rendimenti», aggiunge Stefano Sciolla di **Latham & Watkins**.

L'accento sugli aspetti industriali ha avuto delle ripercussioni anche sul lavoro degli advisor legali. «È importante

copertina

La nuova fase del private equity

Cos'è cambiato per gli operatori rispetto agli anni precedenti al 2008

	MERCATO PRE-CRISI	MERCATO DI OGGI
Operatori	Fondi di private equity e banche	Fondi multi-strategy, fondi di debito e fondi pensione
Leva	Grande ricorso alla leva finanziaria	Meno debito e più strumenti ibridi (high-yield, senior loans, private placement)
Squadre	Fondi con grandi team basati in Italia	Molti fondi hanno abbandonato l'Italia e operano all'estero (Londra in primis)
Taglio delle operazioni	Prevalenza di operazioni ad alto valore	Prevalenza di operazioni mid-cap
Approccio alla società	Fortemente speculativo con tempi di exit anche brevi	Maggiore valorizzazione dell'asset e allungamento dei tempi di exit
Finalità	Operazioni prevalentemente finanziarie	Operazioni a forte contenuto industriale
Asset finanziari	Preclusa la detenzione da parte del fondo	Gli asset finanziari sono tra i più appetibili

conoscere il business della società», specifica al riguardo il partner di **Gianni Origoni Grippo Cappelli** Stefano Bucci, aggiungendo: «Bisogna comprendere bene il mercato ed i numeri di uno specifico business per poter avere lo stesso approccio di operatori sofisticati come i private equity, che ben conoscono i mercati e i numeri di ciascun business». Gli fa eco il socio di **Linklaters**, Giorgio Fantacchiotti: «Il nostro lavoro non consiste nel conoscere o meno i multipli o i metodi valutativi di un potenziale investimento. Tuttavia, oggi bisogna saper interloquire anche sulle metodologie valutative e sul loro impatto sul contratto di acquisizione». Molto netta anche la posizione di Umberto Nicodano, partner di **BonelliErede**, studio che nei suoi uffici di Londra ospita la sede aperta recentemente da Aifi: «Rispetto a dieci anni fa il profilo industriale è molto più importante anche perché l'orizzonte di investimento è più lungo. Per questo motivo, per un advisor legale che voglia affiancare al meglio un fondo di private equity la conoscenza dell'industry di riferimento della società target è un elemento imprescindibile», sottolinea.

La conoscenza dell'industry in cui vuole investire il

fondo potrebbe rivelarsi utile per l'advisor legale anche per riuscire a favorire nuove operazioni per il fondo cliente. «L'avvocato viene sempre più interpretato nel senso inglese di solicitor (intermediario) e gli viene spesso chiesto di segnalare agli operatori professionali, nei limiti di quanto concesso dalla legge o da accordi di riservatezza, possibili opportunità di investimento», mette in luce Giorgio Fantacchiotti. Anche Davide Proverbio evidenzia che «l'avvocato non può certo fare da procacciatore ma non c'è fondo che non apprezzi chi conosce il mercato ed è in grado di fiutare buoni affari». Non tutti, però, ritengono questo possibile nuovo ruolo dell'advisor legale compatibile con l'indipendenza che dovrebbe contraddistinguere al fine di evitare possibili conflitti d'interesse. «L'advisor finanziario, oltre al valore aggiunto nella gestione dell'operazione e della trattativa, deve fare da intermediario, procacciando anche l'asset, ma non l'avvocato, che deve mantenere distacco dall'operazione per essere davvero obiettivo con il suo cliente», nota Cibrario. Ma è anche sulla partita tra le nuove istanze della domanda e la necessaria indipendenza del ruolo del consulente legale che potrebbe giocarsi la futura geometria del mercato. ■