

PIAZZA AFFARI Risultati ancora peggiori della media del listino *di Marco Girardo*

Disastro PRIVATE EQUITY

Se n'è parlato per anni, con maggiore intensità a partire dal 2000, quando anche nella nostra periferia di mondo, hanno iniziato a fiorire le start up tecnologiche: il mercato finanziario italiano non ha ancora adeguatamente sviluppato il private equity. L'investimento diretto nelle imprese non quotate, cioè, non ha raggiunto finora quella massa critica utile a costruire un motore alternativo e complementare alla Borsa per far crescere e sviluppare le aziende, in particolare quelle dei settori a più alto valore aggiunto.

Si pensava che a un certo punto la nascita di un segmento di Piazza Affari dedicato ai fondi chiusi, mobiliari e immobiliari, specializzati proprio nel private equity, potesse dare un impulso alla crescita del settore. Ma le quotazioni di questi fondi, sono state una mezza delusione. Come del resto anche l'andamento delle banche specializzate nel finanziamento alle imprese (vedi *Il Valore* dell'1 marzo).

Lo scorso anno, in realtà, il primo semestre in particolare, è stata una stagione record per le operazioni di private equity in Italia. Ma i fondi specializzati quota-

*segue a pag. 2**segue da pag. 1*

Disastro PRIVATE EQUITY

ti del settore, per diverse ragioni, non sono riusciti a cavalcare il trend. Non hanno cioè investito e lavorato, restando così al palo, come testimonia l'andamento dei rispettivi titoli a Piazza Affari. Vediamo perché.

I numeri del private equity. Tra gennaio e giugno 2007, secondo i dati elaborati dall'Aifi (l'Associazione italiana del settore), il mercato italiano del private equity e venture capital ha fatto registrare 153 nuove operazioni di investimento, per un controvalore complessivo pari a 1.908 milioni. Per entrambi i valori si tratta dei risultati più elevati mai raggiunti nel primo semestre

“GLI SCAMBI IN BORSA SONO RIDOTTI. IL VALORE MEDIO GIORNALIERO DI CONTRATTAZIONI PER MID INDUSTRY E M&C È SOTTO 300 MILA EURO, ANCHE SE I PRIVATE PORTANO TUTTI IN PANCIA UN COSPICUO TESORETTO: QUASI 500 MILIONI PER M&C, PIÙ DI 400 PER DEA CAPITAL...”



dell'anno. Rispetto all'analogo periodo del 2006, ad esempio, hanno fatto segnare rispettivamente un +29% e un +131%.

In termini di ammontare, a trainare il mercato sono state le operazioni di *buy out* (acquisizioni di quote di maggioranza o totalitarie), che hanno attratto quasi l'80% delle risorse investite. A conferma di una forte vivacità del mercato nei primi mesi del 2007, l'Aifi ha registrato inoltre un significativo aumento anche delle operazioni di start up, sia in termini di numero che di ammontare: da gennaio a giugno '07 sono stati 55 gli investimenti finalizzati all'avvio di nuove imprese (circa il 36% del totale), per un controvalore di oltre 38 milioni rispetto ai 9,4 milioni del primo semestre 2006. Sempre con riferimento alla distribuzione degli investimenti per tipologia, con 48 operazioni e circa 340 milioni complessivamente investiti, gli expansion (investimenti di minoranza finalizzati a sostenere i programmi di sviluppo di imprese esistenti) si posizionano al secondo posto, sia in termini di numero che di ammontare. Otto, infine, le operazioni di replacement capital (sostituzione di quote di minoranza), verso le quali sono confluiti circa 21 milioni.

Attenzione: stiamo parlando di operazioni che interessano soprattutto la media impresa, quello che dovrebbe rappresentare il target di pertinenza dei fondi specializzati come la M&C di **Carlo De Benedetti**, la DeA Capital guidata da **Lorenzo Pelliccioli** del gruppo De Agostini o, ancora, le matricole Cap Live



in alto, da sinistra:
Anna Gervasoni, direttore di Aifi;
Simone Cimino;
l'ingegner Carlo De Benedetti.
Sotto: Marco Vismara

e Mid Industry Capital, arrivate a Piazza Affari nel luglio scorso.

In termini dimensionali, infatti, l'82% delle operazioni ha riguardato imprese con meno di 250 dipendenti, con una concentrazione del 40% verso realtà aziendali che impiegano meno di 20 persone. Risultati simili provengono pure dall'analisi dei fatturati, con oltre il 75% degli investimenti confluiti in aziende con ricavi inferiori a 50 milioni. Un terzo circa (il 29% del totale) è rappresentato da imprese hi tech, mentre nel comparto del lusso, il cuore del made in Italy, è confluito il 48% delle risorse investite. Le aziende operanti nei comparti tradizionali (prodotti e servizi industriali, manifatturiero, beni di consumo, food & beverage), invece, hanno attratto circa 315 milioni, con un'incidenza del 17% sull'ammontare complessivamente investito.

Pure sul fronte dei disinvestimenti, secondo Aifi, il primo semestre 2007 si è rivelato più dinamico dell'analogo periodo del 2006. Il numero di dismissioni portate a termine tra gennaio e giugno 2007 è stato pari a 90 (+18% rispetto alle 76 del primo semestre 2006), per un corrispondente ammontare, calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni (che quindi non include i capital gain), di 1,48 miliardi (+161%). Con riferimento ai nuovi capitali raccolti, infine, le risorse finanziarie affluite verso gli investitori istituzionali attivi in Italia sono state pari a 1,49 miliardi (+102% rispetto al primo semestre 2006), di cui 1,103 raccolti da

fondi indipendenti focalizzati sull'Italia (+135% se confrontato con il dato dei primi 6 mesi dello scorso anno). Inoltre, rispetto ai 13 operatori del primo semestre 2006, sono stati 15 gli investitori che hanno effettuato attività di raccolta nei primi 6 mesi del 2007. Insomma: al 30 giugno 2007, il portafoglio complessivo degli investitori operanti in Italia risultava composto da circa 1.127 aziende, per un controvalore delle partecipazioni detenute, valutato al costo di acquisto, pari a circa 11 miliardi.

Fondi quotati al palo. Se guardiamo quanto accaduto in Borsa ai fondi specializzati nel finanziare imprese, per farle crescere o per salvarle, come nel caso della M&C di De Benedetti, la situazione non rispecchia l'effervescenza del mercato.

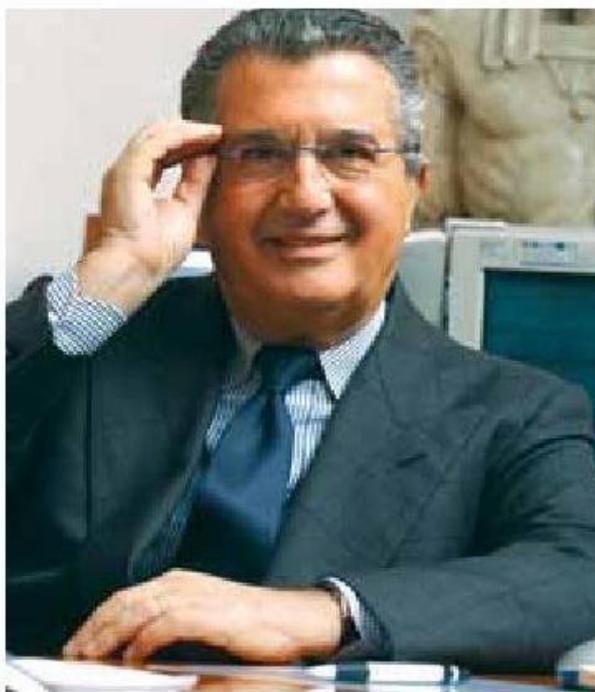
Cap Live, sbarcata a Piazza Affari solo nel luglio scorso, fra la fine di dicembre e l'inizio di gennaio ha perso quasi il 40% del suo valore. Si è presentata sul mercato il 17 luglio a quota 1,02 euro e ha toccato un minimo l'11 febbraio 0,62 per azione. Cap Live sta per "Cape Listed Investment Vehicle in Equity". Costituita l'11 dicembre 2006, è l'investment company promossa da Cape (Cimino e Associati Private Equity spa.), società di private equity che opera dal 1999 come advisor e promotore di

fondi chiusi di investimento mobiliare, italiani o esteri, specializzati nell'attività di investimento diretto in società quotate o non quotate, guidata da **Marco Vismara** e **Simone Cimino**.

Cape Live si propone di effettuare investimenti in fondi di cui Cape è promotore, gestore o advisor, e investimenti diretti in società selezionate dal suo management. Con a capo Vismara in veste di presidente e Cimino nel ruolo di vice presidente, è composta da un team di altri 7 professionisti specializzati in operazioni di private equity, venture capital, business development e di M&A. Tra le attività principali di Cap Live c'è proprio quella di investimento, di maggioranza o di minoranza, realizzato direttamente o attraverso società controllate o partecipate (diverse comunque dagli Oicr) in società, quotate e non, individuate e selezionate dal management di Cape Live. Il finanziamento avviene sia attraverso l'utilizzo di mezzi propri, sia facendo ricorso alla leva finanziaria, al fine di ottimizzare il ritorno sugli investimenti stessi. Finora, tuttavia, le operazioni realizzate sono decisamente poche. L'ultima in ordine di tempo, probabilmente, è la più interessante: la scorsa settimana attraverso il fondo Cape Natixis Due (specializzato in operazioni di investimento in Pmi) e insieme a Progressio Sgr, società di gestione del

fondo chiuso Progressio Investimenti partecipata indirettamente dalla Mittel di **Giovanni Bazoli**, Cape Live ha rilevato tramite una newco il 100% di Gamma Croma, azienda attiva nella produzione e commercializzazione di cosmetici con sede a Vaiano Cremasco (Cremona), nel cuore del polo della cosmesi che raccoglie circa 90 aziende lombarde, e di cui **Renato Ancorotti** è ideatore e presidente. L'operazione rientra nel progetto di creare un polo della cosmetica in cui verrà coinvolta anche Clavis Cosmetics, società acquisita da Cape nel 2006. Clavis e Gamma Croma insieme diverranno il secondo operatore nel mercato della formulazione e produzione di Color Make Up per conto di aziende terze. L'operazione di acquisto per l'aggregazione di entrambe le società comporterà per i fondi, il management di Clavis Cosmetics e di Gamma Croma un investimento complessivo di 43 milioni. «È un'operazione importante e complessa», ha spiegato Cimino, «la più grande fatta finora da Cape. Si inserisce in un progetto di più ampio respiro, caratterizzato da una forte valenza industriale e che riflette in maniera emblematica e coerente lo spirito di Cape». Potrebbe essere questo il primo vero test per le ambizioni di Cape Live. L'andamento del titolo nelle prossime settimane costituirà il primo responso del mercato.

DeA Capital ha invece una storia a Piazza Affari leggermente più lunga, anche se più accidentata. È nata dalle ceneri di Cdb Web Tech, dopo che a inizio 2007 il gruppo De Agostini ha rile-



“I FONDI DI PRIVATE EQUITY PIÙ GRANDI NON HANNO ANCORA REALIZZATO OPERAZIONI CAPACI DI ATTRARRE L'INTERESSE DEGLI INVESTITORI. E QUESTO IMMOBILISMO ALLA BORSA NON PIACE. NEGLI ULTIMI 18 MESI, PER INTENDERSI, M&C HA FATTO UN SOLO INVESTIMENTO CONSISTENTE”.

vato la maggioranza del capitale dell'azienda. Cdb Web Tech è stato uno dei progetti meno fortunati di De Benedetti. Costituita nel 2000 dall'Ingegnere, nel pieno dell'euforia irrazionale che ha caratterizzato la stagione della new economy, è nata come una società di investimenti focalizzata nei settori Ict, *life sciences* e *healthcare*. Sia attraverso fondi specializzati di venture capital, sia con l'assunzione di partecipazioni dirette di minoranza in società. Nel corso del 2006 aveva tuttavia già concluso un accordo per la cessione della quasi totalità degli investimenti in venture capital.

DeA Capital, che ne ha ereditato le finalità, ma non la specializzazione in information technology, realizza investimenti finanziari diversificati. Si dedica in particolare alle società operanti nel settore dei servizi in senso lato, prevalentemente non quotate, con elevato potenziale di valorizzazione, mediante acquisto di partecipazioni, anche di maggioranza, insieme a partner o autonomamente. Realizza poi investimenti in "fondi di fondi" di private equity, cioè fondi il cui portafoglio è costituito non da investimenti diretti in società, ma da quote di altri fondi di private equity, e in "fondi di coinvestimento", che investono direttamente in società con elevato potenziale di valorizzazione assieme ad altri investitori qualificati.

Ebbene, Dea Capital ha chiuso il 2007 con un risultato netto consolidato di 4 milioni. Erano ben 86,5 milioni l'anno precedente. Ma la plusvalenza di 70 milioni realizzata nel quarto trimestre 2006 era stata realizzata con 2 sole operazioni: la cessione della partecipazione di controllo di Cdb Web Tech International e Cdb Private Equity a Pantheon Ventures. In Borsa il titolo ha perso negli ultimi 2 mesi circa il 30% (quotava a 2,345 euro il 12 dicembre e ne valeva 1,615 mercoledì scorso), il 41% in un semestre e il 39% se riconsidera l'ultimo anno.

Mid Industry Capital, invece, è crollata del 30% sul mercato fra settembre 2007 e il 19 febbraio 2008, come il 30% è stato bruciato da M&C nell'ultimo anno.

Il problema di fondo di tutte queste società è che vengono trascurate da investitori e gestori. Gli scambi sono ridottissimi –il valore medio giornaliero di contrattazioni per Mid Industry e

segue da pag. 3

Disastro PRIVATE EQUITY

M&C, ad esempio, è sotto 300mila euro— nonostante portino tutte in pancia un cospicuo “tesoretto”. Quasi 500 milioni di euro per M&C, più di 400 milioni di euro per Dea Capital, poco meno di 100 milioni per Mid Industry e oltre 40 milioni per Cape Live. Si tratta per larga parte delle risorse raccolte nella fase di avvio, ma non ancora utilizzate per investimenti mirati in società. Mid Industry Capital, guidata da **Giorgio Garuzzo** e **Gian Maurizio Argenziano**, ha acquisito il 60% del gruppo Nadella e, in cordata, un pezzetto (il 10%) di Euromobiliare

Sim. Complessivamente, Mid Industry ha utilizzato il 35% dei mezzi disponibili.

Sono tuttavia i fondi di private equity più grandi, in particolare, a non avere ancora realizzato operazioni “di peso”, capaci di attrarre l’interesse degli investitori. E questo immobilismo alla Borsa non piace. Negli ultimi 18 mesi, per intendersi, M&C ha fatto un solo investimento consistente, quello nel gruppo Comital Saiag, che risale all’ottobre 2006. M&C ha acquisito circa il 67% del gruppo che ha un fatturato di 500 milioni, principalmente nel settore della produzione di laminati di alluminio e nei prodotti di largo consumo in alluminio e plastica per la conservazione dei cibi (Cuki e Domopak) ed era al momento dell’operazione gravato da un indebitamento finanziario di circa 260 milioni. Management & Capitali ha sottoscritto con gli azionisti di Comital Saiag SpA —specificamente con Valfin SpA controllata dalla famiglia Valetto, con Efibanca spa, Maurizio Piglione e con la famiglia Gualco— un contratto finalizzato alla ricapitalizzazione della società per 65 milioni di euro a titolo di aumento di capitale, di cui fino a 45,5 milioni apportati da M&C e 19,5 milioni da Efibanca SpA, che ha mantenuto in tal modo la propria partecipazione nella società al 30% circa.

E dire che, stando a quanto dichiarato dall’A.d. di Borsa Italiana in occasione del bicentenario di Piazza Affari, ci sarebbero almeno 2.000 imprese pronte per la Borsa, target potenziali, quindi, per un fondo di private equity. Ma dopo lo scioglimento del patto parasociale che legava gli investitori di M&C, più che dedicarsi ad operazioni di private equity, l’Ingegnere si è dedicato a salire nel capitale del fondo. In base a quanto ricostruito dalle comunicazioni di internal dealing di Borsa Italiana, Carlo De Benedetti sarebbe oramai salito al 12,08%.

Morale: i fondi di private e di venture presenti in Borsa valon-

Morale: i fondi di private e di venture presenti in Borsa valgono oggi meno della cassa, sono cioè quotati "a sconto" sul Nav (Net Asset Value, il valore delle partecipazioni) fino al 30% e i titoli viaggiano ben al di sotto dei prezzi di collocamento.

L'ultima società specializzata in private equity sbarcata a Piazza Affari, Investimenti e Sviluppo Mediterraneo, vuole differenziarsi da quelle che l'hanno preceduta proprio smarcandosi dall'immobilismo: «Siamo diversi da loro», ha dichiarato **Giovanni Lettieri**, vice presidente e A.d. della società, al termine del collocamento, «loro hanno fatto poche operazioni e hanno costi di struttura alti, mentre noi no. Noi, inoltre, ci accingiamo a chiudere subito le prime operazioni». Una pro-

messaggio che il mercato non tarderà a verificare e che ha le caratteristiche della sfida, considerato il contesto in cui la società opera. Investimenti e Sviluppo Mediterraneo è infatti un'investment company dedicata alle Pmi meridionali; l'offerta agli investitori istituzionali ha consentito di raccogliere un capitale pari a 50,7 milioni di euro che potranno diventare 100 con i warrant esercitabili dal 2009 al 2011. «Per ora», ha precisato Lettieri, «50 milioni di euro sono più che sufficienti per gli investimenti che abbiamo in mente di fare, di cui tre o quattro a breve».

Dovranno lavorare sodo Lettieri e soci, se si considera come anche delle vecchie volpi della finanza quali Bazoli o i fratelli Magnoni si devono confrontare con risultati deludenti per le loro finanziarie di partecipazione: la Mittel del primo, oltre ad aver chiuso l'ultimo trimestre 2007 in rosso, ha perso in Borsa nell'ultimo anno circa il 34% del suo valore, mentre la Sopaf dei secondi, sempre a un anno, deve fare i conti con una performance negativa del 26%.

E quelli chiusi non fanno meglio. Parecchie delusioni ai risparmiatori, infine, le hanno regalate i fondi di private equity chiusi destinati al retail. Arca impresa, ad esempio, uno dei pionieri in Italia, dopo 11 anni dalla partenza ha realizzato una performance complessiva del 14%. Non granché meglio è riuscito a fare il fondo Sella banking investment, che ha venduto la sua ultima partecipazione nel dicembre del 2006. Essendo nato nel '99, in 7 anni ha realizzato una performance complessiva vicina al 7,3%. Prudentia di Fidia Sgr è addirittura in rosso del 19%, ha bruciato cioè parte del risparmio degli investitori che avevano puntato sul fondo. Avrebbe dovuto chiudere nel dicembre 2006, ma ha ottenuto un lustro di proroga per completare le dismissioni e cercare di migliorare di qualche punto la performance.

Il 2008 banco di prova. L'anno in corso potrebbe essere un banco di prova per il private equity e in particolare per i fondi quotati. Perché da alcune avvisaglie –complice una stagione di Borsa che non promette bene– potrebbe essere l'anno dei deli-

Borsa che non promette bene— potrebbe essere l'anno dei *delisting*, della scelta cioè di molte aziende di abbandonare il listino e trovare finanziatori proprio fra i fondi di private equity.

Ad aprire la strada è stato il gruppo di private equity InvestIndustrial della famiglia Bonomi, con le operazioni Ducati, Polynt e Sirti. Altro caso recente è quello di 3i, entrata nel capitale di Targetti e sottratta al listino per poter realizzare un'acquisizione e fra qualche anno tornare a Piazza Affari.

Una nuova Ipo dovrebbe essere anche il traguardo dell'investimento di Candover nella società di yacht Ferretti, che ha lasciato la Borsa nel 2003 in concomitanza con l'acquisizione di Permira. L'anno successivo fu Grandi Navi Veloci a essere delistata, sempre da Permira. La società attiva nel trasporto marittimo è stata acquisita nel 2006 da Investitori Associati. Il settore della nautica, della cantieristica e dei trasporti marittimi, in effetti, è guardato con particolare attenzione dal private equity. Fra i potenziali target di delisting, circolano anche i nomi di Aicon, Premuda e Navigazione Montanari. Anche nel settore della moda ci sono alcune aziende nel mirino, come Aeffe. Nel capitale di Interpump ci è già entrata invece Tamburi Investment Partners, che nel luglio scorso ha girato la partecipazione a una holding a cui fa capo il 22,227% del capitale.

Uno yacht Camuzzi. Il private equity è attratto dal lusso



Lorenzo Pellicoli,
presidente
di Dea capital

Nonostante il boom del settore, in Borsa i fondi specializzati in investimenti nelle imprese hanno fatto flop.

Primi tra tutti, la DeA Capital, presieduta da Lorenzo Pelliccioli, la M&C di Carlo De Benedetti, la Cape Live e la Mid.

Le cause: sono ancora troppo piccoli e paiono inadeguati per resistere alle tempeste di mercato.