

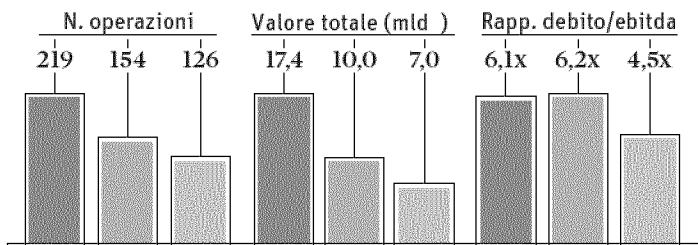
Private equity. In Italia lo scorso anno sono stati chiusi 126 deal per un valore di 7 miliardi: nel 2007 erano stati 154 per 10 miliardi

Operazioni in caduta libera nel 2008

Si riduce la leva finanziaria - A rischio nei prossimi mesi i piani di rimborso dei debiti

La fotografia

L'evoluzione del private equity



Fonte: Mergermarket

La classifica

Operazioni a leva principali del 2007-2008 in Italia

Acquirente	Target	Deal valute (mln €)
Permira	Valentino	4.400
Candover Fund	Ferretti Group	1.700
Petronas	Fi Selenia	1.000
Pirelli & C.	Speed	836
Barclays Private Equity and Investcorp	N&W Global Vending	800
Cognetas, Investitori Associati, Gr. De Agostini	Gruppo Argenta	670
Sos Cuetara	Unilever's oil and vinegar unit	560
Coca-Cola Hbc	Socib	270
Sinpar SpA	Sidermeccanica	215
Investitori Associati	Mer Mec	175

Fonte: Mergermarket

CONDIZIONI DIFFICILI

Il leverage medio usato negli ultimi 12 mesi si è fermato a 4,5 volte l'Ebitda contro il 6,1 del 2006 e il 6,2 del 2007

Monica D'Ascenzo
MILANO

Nel 2009 molti nodi verranno al pettine. La frase si sente ripetere dagli operatori e dai professionisti che lavorano nell'industria del private equity. E il primo nodo a cui si pensa è certamente quello del debito delle società in portafoglio.

Qualche avvisaglia si è avuta già verso la fine dello scorso anno: diverse società si sono

sedute al tavolo delle trattative con le banche per spuntare covenant più ampi. Ma le attese sono per un fenomeno in aumento nel 2009, soprattutto per le operazioni realizzate nel 2006 e nel 2007, quando le condizioni richieste sul mercato del credito erano meno stringenti e la liquidità non mancava. «Nel 2006 e nel 2007 c'è stato un boom dell'uso della leva finanziaria nelle acquisizioni dei fondi di private equity con una media oltre 6 volte l'Ebitda. Allora però c'era la capacità delle banche di finanziare le operazioni» spiega Marco Clerici, director di Eidos Partners responsabile dell'attività di debt advisory, precisando

che «il debito senior copri-

va in media fino a 5-5,5 volte l'Ebitda, mentre il debito junior, per esempio il mezzanino, copriva una volta, una volta e mezza l'Ebitda».

Il mercato ha però cambiato rapidamente pelle: nel 2008 sono state realizzate in Italia 126 operazioni di private equity per un ammontare complessivo di circa 7 miliardi, contro i 154 deal del 2007 per 10 miliardi e i 219 deal del 2006 per 17,4 miliardi di euro. Ma il dato significativo è la media della leva finanziaria usata: dal 6,1 del 2006 e dal 6,2 del 2007 si è scesi drasticamente a 4,5 volte l'Ebitda. «Lo scenario - commenta Clerici - è completamente cambiato già nell'ultima parte del 2007, ma nel corso del 2008 la situazione è andata deteriorandosi e la leva è decisamente scesa. Vuol dire che le banche arrivano a coprire un debito senior di 3-3,5 volte l'Ebitda e i mezzanini coprono una volta l'Ebitda essendo tra l'altro più attratti dal mercato secondario che da operazioni primarie». Inoltre, spiega Clerici: «È sparito il second lien, tranche generalmente sottoscritta dalle stesse banche del senior e utilizzata per aumentare leva e remunerazione. Le banche non sono più disponibili a fare quel tipo di finanza».

Nei contratti di finanziamento sono cambiate anche le condizioni. «I covenant - prosegue Clerici - sono la conseguenza di questi numeri. Negli anni passati erano particolarmente ampi come conseguenza della disponibilità di liquidità, di fiducia nella crescita e nella possibilità di dismettere rapidamente con profitto gli assets. Oggi l'attenzione al deleverage derivante dall'effettiva generazione di cassa è sensibilmente aumentata». Nelle rinegoiazioni dei debiti, le società stanno ora puntando a far ampliare le percentuali di sfioramento rispetto ai target (headroom), in modo da poter affrontare con maggior serenità la recessione

economica che rischia di avere effetti anche sui bilanci. «La percentuale di sfioramento (cushion) per esempio del rapporto debito/Ebitda è sempre stata attorno al 20%, adesso sta scendendo al 15% ma non è un parametro di riferimento. I valori assoluti sono inferiori e quindi diminuisce di conseguenza anche il cushion».

Non sono mancati gli effetti sul lato dei costi dei finanziamenti: «A parte per le operazioni sindacate, che sono veramente poche ultimamente, i pricing delle linee di debito non sono ufficiali ed è difficile avere statistiche precise. Dalla nostra esperienza si può però affermare che in linea generale nel 2008 i costi del debito sono saliti di 75-100 punti base ri-

spetto allo standard del 2006-2007». E nei termini dei contratti di finanziamento sono cambiate anche le durate: nel biennio 2006-2007 la durata media ponderata dei finanziamenti era di 6-7 anni, nel 2008 per effetto alla scarsità del credito è scesa a 4,5-5 anni.

Il 2009 vedrà i private equity soprattutto concentrati nella gestione delle società in portafoglio, a detta di molti operatori del settore. «I gradi di leva elevati delle operazioni 2006-7 abbinati ad un periodo di recessione, diventano una miscela esplosiva sui conti economici delle società. Le operazioni erano fatte nel presupposto che le aziende potessero continuare a crescere, così invece non sarà. Le società si tro-

vano quindi con un alto indebitamento e rischiano di non poter rispettare i piani previsti per il rimborso dei debiti, da qui i breach (rottura) dei covenants e i default» osserva il director di Eidos Partners, precisando però che con il termine default non si intende necessariamente fallimento o situazione di amministrazione straordinaria quanto «la necessità di rinegoziare con le banche i termini e le condizioni dei finanziamenti». Da parte delle banche Clerici si aspetta per il 2009 «un approccio selettivo, ma pragmatico, proattivo e meno burocratico di quello sperimentato in passato, perché si troveranno di fronte a decine di questi casi».

Operazioni in caduta libera nel 2008
 I bilanci hanno un impatto sempre maggiore sui risultati

I bilanci hanno un impatto sempre maggiore sui risultati

Le società con le più alte quotazioni sono le più a rischio

Le quotazioni si rafforzano in Borsa