

RIMO' MENSILE SUGLI INVESTIMENTI
CIALIZZATI IN CAPITALE DI RISCHIO

PRIVATE EQUITY

LA CRISI FINANZIARIA HA INFLUENZATO ANCHE L'ATTIVITÀ DI FUNDRAISING

Fondi, chi raccoglie e chi no

Gli operatori che avevano cominciato tempo fa stanno raggiungendo i target Come Clessidra, Equinox e PM&partners. Mentre Investitori, BS e Synergo rimandano l'avvio delle operazioni. C'è invece chi si lancia ugualmente sul mercato

DI STEFANIA PEVERARO

DUE DILIGENCE

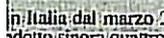
Dall'Italia

NICOLÒ LASCIA IL CAPITAL E VA A CAPO DEL FONDO LBO MID CAP DI AXA.

Nicolò Saidelli, 41 anni, lascia il capital, il fondo di private equity sponsorizzato da Lvmh, di cui era amministratore delegato per l'Italia, e approda in Axa private equity come responsabile per l'Italia del fondo Lbo mid cap IV, che lo scorso anno ha chiuso la raccolta a quota 1,6 miliardi di euro e che a oggi è già investito per il 25%. Saidelli, in forze ad Axa dallo scorso lunedì, sarà affiancato dal fior investment manager Yann Chareix, 30 anni, già operativo nell'ufficio di rigi della società. Il fondo si concentra sugli investimenti in aziende con un core compreso tra i 100 milioni e i 2 miliardi di euro in Francia, Germania e Italia. Axa private equity, che a livello mondiale gestisce un totale di 25 miliardi di dollari distribuiti tra fondi di buyout, infrastrutture, fondi di fondi, fondi di secondario e di mezzanimo, è presente direttamente in Italia dal marzo 2007. In Italia ha adottato finora quattro operazioni: sulle trali coliche di Tozzi Wind Farm e su si con il fondo infrastrutture, su Idromia il fondo Lbo mid cap III, sulla divi Home Products di Guaber con una partecipata del fondo Lbo mid cap III e su noni con il fondo di mezzanimo.

QUI RITARDI NELL'ASSEGNAZIONE SUI 88 MLN PER I VC PER IL SUD

Non arriverà nemmeno entro la fine l'anno la pubblicazione della graduatoria delle sgr in lizza per l'assegnazione delle risorse del fondo di fondi per il venture capital (high-tech nel Mezzogiorno), un totale di 86 milioni di euro. Già perché in una lettera al presidente dell'Aifa, ampio Bracchi, dello scorso 6 ottobre firma di Stefano Torda, in rappresentanza del ministro Renato Brunetta che ha delegato all'innovazione; è scritto chiaro e tondo che il Dipartimento per l'innovazione e le tecnologie ha chiesto alla commissione europea una proroga della scadenza attualmente prevista dal regime di aiuto, fissata a dicembre 2008, e si è attesa della conseguente autorizzazione. Come è noto, il Consiglio di stato, lo scorso 15 luglio, ha rinviato al 9 dicembre l'iter per pronunciarsi nel merito della decisione del Tar del Lazio dello scorso 4 giugno che aveva confermato per un vizio forma del regolamento che 360 Cape, fondo di venture capital promosso da Cape Natixis sgr e da 360° Capital Paris, non potrà accedere ai fondi messi a disposizione del governo. Tuttavia, meno il ricorso al Tar, prima e al Consiglio di stato poi, da parte di 360 Cape aveva fatto bloccare l'intera procedura in attesa della sentenza definitiva e quindi era reso impossibile l'accesso ai fondi pubblici; anche da parte dei quattro di venture capital ammessi (quelli mossi dalle sgr Verbis, Quantica, esa Sanpaolo e Veggest), il blocco



Nicolò Saidelli

Il cataclisma che si è abbattuto sui mercati finanziari da un mese a questa parte non ha bloccato solo la maggior parte dei deal, ma ha frenato soprattutto l'attività di fundraising dei fondi, che pure nel primo semestre dell'anno aveva tenuto. E non solo perché gli investitori hanno meno soldi a disposizione e sono più cauti, ma anche perché avendo perso parecchio su altri fronti del loro portafoglio, oggi se vogliono mantenere la stessa asset allocation di prima, possono permettersi di investire in private equity meno capitali. D'altra parte questo pare essere più un problema dei grandi investitori esteri, in particolare dei colossi dei fondi pensione Usa, mentre gli investitori italiani paiono più disponibili a investire in private equity i capitali che hanno appena dismesso dalla borsa o dagli hedge fund. Non a caso, è proprio sugli investitori italiani che puntano i fondi che stanno partendo con la raccolta in questo periodo.

Chi va avanti... Chi ha chiuso la raccolta appena in tempo prima del tracollo dei mercati è stato 21 Investimenti che ha completato la raccolta del suo nuovo fondo II a quota 280 milioni di euro, quindi ben oltre il target iniziale di 200 milioni. Da parte sua, Claudio Sposito si sta avvicinando tranquillamente al target di raccolta del suo secondo fondo Clessidra che, annunciato lo scorso anno a quota un miliardo, in realtà nel prospetto distribuito ai potenziali investitori era stato portato a un miliardo e mezzo. Per la precisione in soli sei mesi dal lancio sono stati raccolti impegni per 1,42 miliardi, la maggior parte dei quali da investitori stranieri come il fondo di fondi Pantheon, Standard life e il fondo pensione degli impiegati del comune di Stoccolma. Ma Clessidra è un po' un mondo a parte, visto i grandi risultati portati a casa finora con il primo fondo e visto gli stretti contatti con il mondo bancario, che gli hanno assicurato un forte zoccolo duro di partenza. Tra i fondi generalisti, Sposito a parte, in fundraising poi c'è ancora Salvatore Mancuso, che per il suo Equinox two punta a 300 milioni di euro. A essere già entrati nel capitale del veicolo di investimento ci sono Intesa Sanpaolo (che è il principale azionista), Fondiaria-Sai, Pirelli, Fininvest, Mittel, Fondazione Cariplo, Fondazione Crè, Hsbc Private Bank, Stanuto, Burani Designer Holding, Marcegaglia, la famiglia Riello, il gruppo Rotelli, Della Valle, Dompè Farmaceutici, Silvano Toti, Cattolica Partecipazioni e Zunino, Aviva spa e la lussemburghese Levka, che fa capo a Francesco Micheli.

Sono a loro volta ancora in pista per finalizzare la raccolta Francesco Panfilò, Andrea Mugnai e Massimo Grasselli che per il loro secondo fondo PM&partners II hanno raggiunto quota 260 milioni e puntano ai 300 milioni, anche se, dicono, data la situazione attuale potrebbero anche accontentarsi di questa cifra. Anche Alcedo sgr è tuttora in raccolta per il suo primo fondo con il marchio Alcedo, visto che i due fondi che gestisce attualmente sono Cardine impresa ed Eptasviluppo, entrambi rilevati dall'allora gruppo SanPaoloImi. Il target è 150 milioni. Quadrivio

Il nodo delle management fee e dell'impegno dei team

■ Anche se il mercato è difficile, quando i fondi di private equity sono in raccolta non fanno sconti. «In Italia i team che hanno chiuso definitivamente un fondo di private equity, nel senso che sono arrivati alla fine della sua vita e hanno ceduto tutte le partecipazioni, sono pochissimi», fa notare Giuseppe Campanella, amministratore delegato di Fondamenta sgr, che tra le altre cose gestisce l'omonimo fondo di fondi. Continua Campanella: «Dunque sono pochissimi i team che possono davvero vantare un track record certificato in termini di Ir. Tutti gli altri, quando si presentano agli investitori per raccogliere un nuovo fondo, lo fanno sulla base di quanto realizzato fino a quel momento, un risultato che in questo mestiere può cambiare però molto a seconda di come andranno gli ultimi investimenti rimasti in portafoglio. In questo modo sul mercato si crea un consenso un po' artificioso circa le capacità dei vari team». Detto questo, «non esiste una differenza tra le condizioni applicate dal team davvero più capaci e quelle applicate dai team meno capaci. Vale insomma lo standard di mercato a prescindere da tutto. Così ci si trova a dover pagare la classica management fee del 2% degli impegni raccolti per il periodo di investimento del fondo, che peraltro per i fondi molto grandi finisce per essere una cifra ben più alta di quella che sono i reali costi della struttura, anche perché, oltre a queste fee, vengono

caricate sulle aziende target le transaction fee ogni volta che viene chiuso un deal (di solito il 2% sul prezzo di vendita), mentre se il deal non va in porto può essere applicata un abort fee per coprire i costi di consulenza e due diligence. Così, anche quando le cose vanno male o non si lavora, i manager dei fondi intascano lauti stipendi», dice ancora Campanella, che non ha finito. «Almeno mettersi in gioco i loro soldi. Invece i team che investono nei loro fondi capitali che rappresentano più dell'1% degli impegni si contano sulle dita di una mano. E allora come faccio a pensare che ci sia una reale motivazione a creare performance?», si chiede Campanella. In effetti i team dove l'impegno di soldi propri nei fondi supera il 10% sono davvero pochi. Per esempio lo fanno i manager di Investindustrial, di Hirsch e di Synergo. «Quella dell'impegno in prima persona dei manager del fondo è il vero segnale cui prestare attenzione per capire se si ha davanti un team che crede davvero in quello che fa», sottolinea anche Robert Tomei, amministratore delegato di Advanced capital. L'sgr specializzata in fondi di fondi di private equity internazionali, che aggiunge: «Mi preoccupa meno la questione delle management fee. I manager di successo continuano a essere spinti a fare bene anche se incassano tanti soldi, perché è lo stesso successo che li gratifica. Anche più dei soldi».

sgr, invece, partito con il fundraising più di recente, ha finora raccolto solo qualche impegno e per il resto continua gli incontri con i potenziali investitori per raggiungere il target di 150 milioni. E poi arrivato a quasi a fine raccolta il fondo di coinvestimento di Idea capital funds, la sgr che fa capo a De Agostini, Investitori associati e Wise, che ha un target di 250-300 milioni e per il quale De Agostini si è impegnata fino a 200 milioni e che a oggi ha già raccolto presso terzi impegni di investimento per circa 50 milioni. Il secondo e ultimo closing è previsto entro fine anno. Infine l'investment company Futura, gestita da Fondamenta sgr, controllata da Giuseppe Campanella, che l'anno scorso ha rinunciato alla quotazione per colpa della brutta situazione dei mercati, punta a trovare nuovi soci che apportino un totale di almeno altri 30 milioni di euro dopo i 10 milioni sottoscritti di recente da Enasarco. Sempre Fondamenta sgr è in fundraising insieme a Cape Natixis sgr, la joint venture tra la Cape di Simone Cimino e per il fondo immobiliare Domani Sereno, specializzato in residenze per anziani, che al momento ha annunciato un primo closing a 25 milioni e che per il prossimo dicembre dovrebbe raggiungere quota 100 milioni di impegni su un target complessivo di 200 milioni. In pieno fundraising per i suoi nuovi fondi che fanno capo a Cape sono Cape Natixis sgr e Cape re-

gione Siciliana sgr. Sul primo fronte, Cape Hello, specializzato in investimenti in energie rinnovabili, conta di annunciare il primo closing a luglio 2009 con 70 milioni di euro su un target complessivo di 100 milioni; Cape Centro, un fondo che investirà in aziende di sette regioni dell'Italia centro-meridionale (Romagna, Umbria, Lazio, Abruzzo, Molise, Marche e Puglia) e che potrà contare sul coinvolgimento di CNDue, prevede il primo closing a ottobre 2009 con almeno 20 milioni sul target totale di 40 milioni; Luxbrand real estate, fondo immobiliare dedicato specificamente agli immobili di pregio ubicati in grandi città e da trasformare in condomini di lusso ospitanti appartamenti di taglio medio, prevede invece il primo closing molto più in là, nell'aprile 2010 ad almeno 40 milioni di euro su un target totale di 60 milioni. Quanto al fondo Cape regione siciliana, che aveva già annunciato il primo closing a 34 milioni, annuncerà il secondo closing a maggio 2009 per almeno 55 milioni su un target complessivo di 70 milioni. Infine Cape live continua anche sulla strada della sponsorizzazione di nuovi management team. Cape live ha infatti investito 5 milioni di euro in Equilybra, un veicolo di investimento appena fondato da Matteo Gattai, che punta a una raccolta di 20 milioni di euro per investire in società quotate sottovalutate o cadute nel dimenticatoio, oppure in società in fase di pre-ipo. E quanto a nuove iniziative, si segnala anche quella di Industrial assets spa, una holding di investimento con focus sulle piccole e medie imprese italiane con fatturato compreso tra 15 e 30 milioni di euro, che vogliono estendere la loro presenza dai mercati nazionali a quelli



Claudio Sposito

(continua a pag. 20)

(continua a pag. 20)

PRIVATE EQUITY

(segue da pag. 19)

internazionali, trovare partner finanziari capaci di attrarre in azienda forti competenze manageriali e industriali e risolvere le questioni legate al passaggio generazionale, sia da un punto di vista manageriale. Industrial assets ha già effettuato un primo closing a 25 milioni di euro e ha in progetto di raggiungere un commitment totale di 80 milioni. La società è gestita da IA partners srl, che fa capo a Luigi Capello e Uberto Selvatico Estense, entrambi con un lungo e consolidato track-record sia in campo imprenditoriale sia nel private equity, che sono affiancati da Augusto Amatori, che apporta la sua esperienza a livello internazionale. Industrial assets ha già effettuato un primo investimento in una start-up, la Solar Green Technology, attiva nel settore della realizzazione di impianti fotovoltaici, di cui detiene una quota pari al 70%, mentre il resto è detenuto dall'amministratore delegato Angelo Prete e dal direttore tecnico Giuseppe Truglio.

... e chi aspetta tempi migliori. In stand-by, invece, è il fundraising di **Investitori associati**, che nei mesi scorsi aveva iniziato a contattare gli investitori in vista del lancio del quinto fondo con un target superiore agli 800 milioni. Visti i chiari di luna del mercato, Investitori ha deciso di rimandare. Una scelta che si può permettere visto che il quarto fondo, che nel 2004 aveva raccolto 700 milioni, oggi ha ancora possibilità di investimento per circa 120 milioni. Stessa politica anche in **BS private equity** che, dopo l'ingresso di **Banca Leonardo** nella management company lo scorso maggio con il 20%, ha spostato il progetto del quinto fondo targato BS private equity che puntava a 600-700 milioni, e che sta preparandosi al lancio del primo fondo sotto il nuovo cappello con target di 600 milioni. Per il momento, però, non



Roberto Tomli

si parla di lancio ufficiale, ma solo di primi contatti informali con potenziali investitori istituzionali italiani che sono tutti patrimonio di relazione di Banca Leonardo, visto che gli investitori storici di BS sono invece tutti esteri. Per il momento, dunque, Antonio Perricone e soci continueranno a utilizzare il vecchio fondo che nel 2003 aveva raccolto 510 milioni di euro e del quale è ancora disponibile circa il 20%. Un altro fundraising in stand-by è quello di **Synergo sgr**, che stava ragionando sul lancio del secondo fondo, ma che ora avverrà ragionevolmente soltanto nel 2009. Anche in questo caso, infatti, per nuovi investimenti c'è ancora a disposizione circa il 20% del fondo Sinergia con gli imprenditori che nel 2005 aveva raccolto 278 milioni di euro tra investitori esteri, cui i managing partner di Synergo, con Gianfilippo Cuneo in prima fila, avevano aggiunto un totale di 37 milioni di euro di tasca loro.

L'energia tira sempre. Restano più fiduciosi sulle possibilità di raccolta, invece, i fondi con focus di investimento su specifici settori. In particolare su quelli dell'energia e degli asset in distress. Sul fronte dell'energia, infatti, ancora in raccolta c'è **Ambienta I**, il fondo lanciato dall'omonima sgr che fa capo a Nino Tronchetti Provera, cugino di Marco, insieme a Rolando Polli, Guido Rivolta, Jonathan Gibson e Mauro Rovessi. Dopo il primo closing a 123,75 milioni di euro annunciato lo scorso marzo, nelle scorse settimane si è superata quota 150 milioni e l'obiettivo resta a 250 milioni.

E sempre in tema di energia **Advanced capital**, la sgr specializzata in fondi di fondi di private equity internazionali, ha appena lanciato la raccolta di un fondo di fondi internazionali specializzati negli investimenti in energie tradizionali (40-60%), rinnovabili e alternative (30-40%) e in clean tech (10-20%) con target 300 milioni di euro. Infine sempre su questo fronte in raccolta c'è anche **Fondamenta**

sgr per **Atmos II**, che a differenza del primo veicolo di investimento Atmos I costituito nel 2005 con 11 milioni di dotazione, avrà la struttura di un vero e proprio fondo con target fissato a 150 milioni. Atmos I era stato il primo veicolo di investimento dedicato alle energie rinnovabili a essere lanciato in Italia.

Febbre da distressed. L'altro settore caldo è invece il mondo dei distressed. Non a caso nel primo semestre di quest'anno nel mondo è stato raggiunto il record di raccolta da parte dei fondi di private equity specializzati in distressed assets, turnaround e special situations. Secondo i calcoli di Private equity intelligence, una nota società di consulenza del settore, nei primi sei mesi dell'anno, infatti, nel mondo si sono raccolti 15 nuovi fondi di questo tipo per un totale di ben 33 miliardi di dollari. Una cifra che rappresenta il 9% del totale raccolto dai fondi di private equity contro il 3% del 2005. Qualche esempio? **Oaktree capital** ha chiuso il suo nuovo fondo a quota 10,9 miliardi di dollari contro i 3,5 miliardi del fondo precedente raccolto peraltro solo l'anno scorso, mentre **Cerberus** ha chiuso il suo nuovo fondo con 7,5 miliardi di raccolta, quando il precedente raccolto nel 2003 era stato di soli 1,3 miliardi. Non a caso i fondi di fondi stanno ampliando l'esposizione verso questo tipo di asset class. Per esempio, i fondi di **Advanced capital** sono chiaramente sbilanciati verso i distressed, con **ACII** lanciato nel 2005 che già a partire dalla fine del 2006 ha anticipato il ciclo investendo il 36% in fondi distressed e con **ACIII** che oggi ha un portafoglio per il 42% costituito da investimenti di tipo distressed nelle migliori partnership su scala globale. Non solo. **Advanced capital** ha appena



Gerardo Braggiotti

annunciato il lancio di un fondo di fondi di real estate con target 300 milioni che sarà specializzato proprio negli investimenti in fondi che puntano a cogliere le opportunità derivanti dal cosiddetto «distressed selling» cioè di prendere vantaggio da chi è costretto a vendere al ribasso nei mercati più maturi (Usa ed Europa), oltre che a cogliere le opportunità di sviluppo che si presenteranno nei mercati a forte crescita demografica industriale.

Quanto ai fondi italiani, Carlo De Benedetti e Gianni Tamburi, che ci vedono lungo, hanno già detto tempo fa che con le loro **M&C** e **SecorTip** lanceranno insieme a breve un veicolo dedicato ai finanziamenti senior fatti dalle banche alle aziende italiane, ma anche a tutto il mercato dei leveraged loan e boni high yield in euro. Non si tratta in questo caso necessariamente di asset in distress, ma di asset che per colpa della crisi finanziaria internazionale hanno perso molto del loro valore. Si tratterà di una società di investimento con un capitale compreso tra i 150 e i 250 milioni cui si aggiungerà una leva di uno a uno, in modo tale da arrivare ad avere una potenza di fuoco compresa fra i 300 e i 500 milioni di euro. Il tutto coinvolgendo probabilmente anche qualche altro investitore tra family office e famiglie di imprenditori.

Più focalizzato sugli asset in distress, invece sarà il fondo da 100 milioni di euro lanciato nei mesi scorsi da **Effusiva investment sgr**, la società di gestione che fa capo a Alberto Alberti, presidente e amministratore delegato della sgr, a Michele Capaneda, vicepresidente dell'ordine dei dottori commercialisti che si è occupato di casi come Idras Presse, Finmatica Olcese e Finpart; Mario Carlo Ferraric, uno dei pionieri del private equity in Italia, cofondatore di Schrode ventures, oggi Permira, co esperienza di ristrutturazioni che vanno dal salvataggio nel 1983 della Pacchet all'opa su Freedomlan nel 2002 a fianco del fondo Cambria; e a Lau Gemignani, ex Deloitte

(segue da pag. 19)

potrebbe riguardare soltanto 10 milioni sul totale degli 86 milioni. Il Consiglio di stato, infatti, nell'udienza del 15 luglio aveva avallato la proposta di Simone Cimino, cui fa capo Cape, di procedere all'assegnazione parziale delle risorse finanziarie a favore delle altre sgr. La cifra di 10 milioni corrisponderebbe, infatti, proprio a quella cui il fondo 360 Cape avrebbe diritto, se dovesse essere riadesso, visto che il target di raccolta è di 20 milioni. Bracchi, dunque, a inizio settembre ha chiesto formalmente a Brunetta di prendere in considerazione quella proposta in modo tale da giungere alla pubblicazione della graduatoria quanto prima. Ma la risposta è stata appunto disarmante. Così, tutto resta bloccato. E non solo le risorse del governo. Già perché nel frattempo le sgr che avevano partecipato al bando si erano attivate per mobilitare altrettante risorse private.

NEL TERZO TRIMESTRE 34 DEAL PER I FONDI, LO DICE IL PEM

■ Dopo il record dei primi tre mesi dell'anno e la brusca frenata del secondo trimestre, tra luglio e settembre sono state 34 le nuove operazioni (esclusi gli start up) portate a termine in Italia dai fondi di private equity di matrice privata e censite dal **Private equity monitor**



Renato Brunetta

dell'Università Carlo Cattaneo. Si tratta di un valore superiore del 20% rispetto ai 28 investimenti del secondo trimestre dell'anno e in aumento del 13% rispetto ai 30 che si erano verificati nell'analogo periodo del 2007. Nei primi nove mesi del 2008, dunque, si sono conclusi 97 nuovi investimenti, contro gli 82 dell'analogo periodo del 2007 e i 74 del 2006. Il **Private equity monitor index** è salito quindi a 283 punti dai 233 del secondo trimestre e dai 250 punti del periodo luglio-settembre 2007.

Quanto alla tipologia di operazioni, emerge la sensibile diminuzione dei deal di expansion, con il conseguente incremento dei buy out. Se infatti, nei primi sei mesi dell'anno le operazioni di sviluppo avevano rappresentato circa il 30% del mercato, tale tipologia di investimento risulta pesare, nell'attività svolta tra luglio e settembre, per poco più del 17%, contro il 76% dei buy out. Da segnalare inoltre la crescita, rispetto agli scorsi trimestri, delle operazioni di replacement, che rappresentano circa il 7% del totale.

DUE DILIGENCE

PRIVATE EQUITY MONITOR INDEX



Dall'estero

ENTRO FINE ANNO LE PROPOSTE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO UE SU PRIVATE EQUITY E HEDGE FUND

■ «Emergeremo da questo periodo di grandi difficoltà. Saremo ammassati e graffiati. Ma saremo in grado di recuperare velocemente se eviteremo una sovra-reazione fiscale e regolamentare». Lo ha detto lo scorso mercoledì 8 ottobre a Bruxelles il Commissario al mercato interno **Charlie McCreedy** in occasione di un incontro con i rappresentanti dell'Evca, l'associazione europea del private equity e del venture capital, con i quali ha fatto il punto della situazione alla luce della risoluzione del Parlamento europeo dello scorso 23 settembre in tema di private equity ed hedge funds, con la quale il Parlamento chiede alla Commissione di presentargli entro la fine del 2008 una

o più proposte legislative che coprano tutti i maggiori soggetti e operatori del mercato finanziario, compresi i fondi hedge e i fondi di private equity. McCreedy ha precisato che studierà con attenzione tutto il rapporto fornito dal Parlamento a corredo della risoluzione, ma che in ogni caso «resta prerogativa della Commissione determinare se è necessario un intervento legislativo e avanzare dunque delle proposte». Secondo il Parlamento, infatti, «la Commissione dovrebbe monitorare e analizzare gli effetti delle operazioni degli hedge fund e dei fondi di

private equity e considerare la presentazione di una direttiva che stabilisca criteri minimi di trasparenza concernenti le modalità di futuro finanziamento degli investimenti, la gestione del rischio, i metodi di valutazione, le qualifiche dei manager, i possibili conflitti d'interesse, la dichiarazione dell'assetto proprietario e la registrazione degli hedge fund». Tuttavia, anche il Parlamento non vorrebbe un approccio troppo rigido alla materia, ma piuttosto una regolamentazione basata sui principi-guida. Nel dettaglio, la necessaria azione dell'Unione europea per le istituzioni e i mercati finanziari dovrebbe essere improntata ai seguenti sette principi: 1. Copertura normativa; l'attuale legislazione comunitaria va riesaminata per identificare eventuali lacune occorre passare in rassegna le diversità nazionali e avviare un processo di armonizzazione ad esempio mediante collegi di vigilanza (con altri mezzi; vanno perseguiti gli obiet-

PRIVATE EQUITY

Il primo closing del fondo battezzato Effusia opportunità globale è atteso per fine anno e il fondo investirà sia nell'equity sia nel debito di aziende italiane in crisi.

Focus America Latina. Sempre Mario Ferrario è coinvolto in un altro progetto, grazie alla sua forte esperienza nel mercato latino-americano, visto che dieci anni fa, con i partner messicani del gruppo Vector, aveva raccolto ben 120 milioni di dollari per un fondo dedicato al Messico, che nel frattempo ha concluso la sua missione. A una struttura guidata da Ferrario, infatti, sarà infatti affidata la gestione di un fondo da 60 milioni di euro che dovrà supportare le aziende italiane che fanno business con l'America latina.

È un progetto dell'Osservatorio economico giuridico latino-americano (Oegla), che riunisce noti economisti e giuristi d'impresa internazionali e che in realtà è già ben più di un progetto, visto che a Oegla aderiscono anche banche multilaterali latino americane e istituti di credito italiani e latino americani, dunque soggetti che in prima persona sono in grado di fornire i capitali necessari perché il fondo parta. In particolare, tra gli aderenti ci sono anche il Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento, la Nacional Financiera, il Banco Latinoamericano de Exportaciones, la Fondazione Politecnico di Milano, la Sace e la Simest. Al fondo, battezzato Fial, alcuni istituti di credito latino americani, e in particolare la Caf, hanno già assicurato il loro impegno per la metà della cifra da raccogliere. Ora la palla è passata all'Italia e si attende l'ok anche dalle principali banche italiane. (riproduzione riservata)

Side letter, ecco quando gli investitori possono richiederle ai fondi italiani

■ Una sgr che gestisce un fondo di private equity può legittimamente concludere accordi particolari (cosiddette «side letter») con singoli investitori per assumere impegni non previsti dal regolamento di gestione? Il provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 vuole che il regolamento dei fondi, compresi quelli riservati, disciplini in modo completo il rapporto con gli investitori e precisa che non sono ammesse «condizioni diverse o aggiuntive» contenute in altri documenti. Il quadro offerto dalla prassi, tuttavia, appare spesso diverso.

Il rilascio di side letter viene frequentemente richiesto da investitori, in particolare esteri, quale condizione per la sottoscrizione di un fondo, onde ottenere dalla sgr impegni ulteriori rispetto a quelli del regolamento di gestione. Il contenuto di tali impegni è il più vario, ma alcuni driver danno al fenomeno tratti ricorrenti. Anzitutto, un investitore che ha intenti e capacità negoziali persegua i propri obiettivi, ove possibile, nelle forme più semplici e dirette. Se vuole una revisione degli economics del fondo (es. un diverso criterio di ripartizione delle transaction fee), l'investitore sa che deve ottenere una modifica del regolamento di gestione. Se invece desidera che la sgr assuma impegni di cui intende beneficiare individualmente (es. informazioni supplementari o previo consenso a certi trasferimenti di quote) o che ritenga, a torto o a ragione, compatibili con il regolamento del fondo, l'investitore di regola presenta le proprie istanze sotto forma di side letter per evitare un processo, quello delle modifiche regolamentari, che è più complesso e presuppone il consenso anche di altri investitori.

Investitori con trattamenti diversi. L'investitore sa inoltre che la sgr può rilasciare side letter anche ad altri sottoscrittori e che queste potrebbero contenere termini che esso non ha ritenuto opportuno negoziare o che si è visto rifiutare. Frequentemente quindi chiede

di ricevere copia delle altre side letter e di poter beneficiare dei contenuti di proprio interesse. Nei fatti si creano così due gruppi di investitori: quelli il cui rapporto contrattuale con la sgr è disciplinato dal solo regolamento del fondo e che non conoscono il contenuto delle side letter concesse ad altri investitori e quelli che beneficiano di impegni supplementari e che normalmente conoscono il contenuto di tutte le side letter.

Questo scenario è una caratteristica strutturale del settore e dipende dal fatto che sottoscrittori con caratteristiche spesso molto differenti (anche tra investitori istituzionali) hanno inevitabilmente attitudini e capacità negoziali diverse. Il gap negoziale, peraltro, può produrre effetti distortivi nei rapporti tra investitori, poiché tende a introdurre, in forma poco trasparente e sotto la spinta di interessi particolari, trattamenti contrattuali diversi e condizionamenti all'azione delle sgr nella gestione dei fondi.

Il fenomeno è ben noto anche all'estero e non solo nell'ambito del private equity. Molto interessanti, ad esempio, sono certi rilievi provenienti dalle autorità di vigilanza statunitense, la Sec, e britannica, la Fsa in materia di side letter rilasciate a sottoscrittori di fondi hedge (si vedano, rispettivamente, www.sec.gov/news/testimony/ts051606sfw.htm e www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs06_02.pdf). Compete dunque ai gestori trovare soluzioni che rappresentino un equilibrato punto di compromesso tra le legittime aspettative di diverse categorie di investitori.

Come interpretare il divieto di Bankitalia.

A tal fine, occorre partire dal dato normativo italiano sopra richiamato. L'elemento che invita a una riflessione, in particolare, è cosa debba intendersi per «condizioni diverse o aggiuntive» rispetto al regolamento di un fondo. In senso lato, ogni side letter contiene condizioni aggiuntive; tuttavia, occorre evitare letture della norma che porterebbero a conseguenze abnormi e inutilmente pen-

lizzanti per i gestori italiani. Più ragionevole appare considerare come «aggiuntive» le sole condizioni che, per loro natura, riguardano materie che interessano la generalità degli investitori ovvero sono suscettibili di arrecare al fondo o a taluni investitori un qualche pregiudizio.

Qualche esempio. Venendo a esempi concreti, tra i contenuti più comuni delle side letter rientrano la nomina di membri dell'advisory board e il diritto di cogliere opportunità di coinvestimento con il fondo.

Più delicate sono invece le richieste di ricevere separatamente informazioni supplementari relative al portafoglio di investimento di un fondo o alla relativa valutazione. Nella misura in cui tali informazioni possano essere di interesse per un qualsiasi investitore o facilitare la vendita di quote del fondo su mercato secondario, l'impegno di fornirle di parte del gestore dovrebbe essere inserito nel regolamento di gestione e andare a beneficio della generalità degli investitori.

Altri impegni che non dovrebbero essere assunti mediante side letter attengono alla politica di investimento di un fondo, in relazione alla quale vengono talora chieste restrizioni (es. investimenti in settori non graditi o preclusi da vincoli che gravano su singoli investitori) ovvero condizioni o limiti vari. Qui vi è un'evidente esigenza di massima trasparenza nei confronti di tutti gli investitori, per il riflesso che tali impegni possono avere sul rendimento di un fondo e sulla coerenza con gli obiettivi di investimento dei sottoscrittori. L'elenco potrebbe continuare perché il livello di attenzione di alcuni investitori istituzionali alla regolamentazione dei fondi è molto cresciuto negli ultimi anni, a pari del loro potere contrattuale. Ciò impone anche alle sgr un maggiore sforzo organizzativo nella gestione del processo negoziale (riproduzione riservata)

Enzo Schiavella
partner studio legale Leganec

DUE DILIGENCE

tivi dell'equivalenza e della cooperazione a livello internazionale; 2. Capitale: i requisiti di capitale devono essere obbligatori per tutte le istituzioni finanziarie e devono riflettere il rischio connesso alla tipologia di attività, l'esposizione e il risk control; occorre inoltre considerare più estesi orizzonti di liquidità; 3. Emissione e distribuzione: per conseguire una maggiore convergenza degli interessi di investitori ed emittenti, questi ultimi dovrebbero in generale mantenere l'esposizione verso i prodotti cartolarizzati detenendone una quota rappresentativa; sarebbe opportuno dichiarare il livello delle quote di prodotti creditizi prestati detenute dagli emittenti; in alternativa al mantenimento di quote, occorre vagliare altre misure volte a far convergere gli interessi di investitori ed emittenti; 4. Contabilità: occorre esaminare la possibilità di applicare una tecnica di smoothing per contrastare gli effetti prociclici del metodo contabile del fair value; 5. Rating: per accrescere la trasparenza e la comprensione nel mercato dei rating, le agenzie di analisi finanziaria dovrebbero adottare codici di condotta concernenti la trasparenza delle ipotesi di base per la valutazione (assumptions), la complessità del prodotto e le pratiche operative; i conflitti di interesse vanno opportunamente gestiti; il rating non richiesto deve essere classificato separatamente e non essere utilizzato come mezzo di pressione per ottenere incrementi di attività; 6. Trading di

i pacchetti retributivi incentivanti (reward packages) dovrebbero basarsi sui risultati a più lungo termine e dovrebbero riflettere sia gli utili che le perdite.

DIMINUISCE LA RACCOLTA DEI FONDI IN ASIA. IL FOCUS RESTA SUDEST E CINA

■ La raccolta di capitali dedicata a fondi di private equity panasiatici ha totalizzato circa 19 miliardi di dollari nel primo semestre 2008, con una diminuzione di poco più del 20% rispetto al medesimo periodo del 2007, in cui la raccolta di capitali era stata di 24,5 miliardi. Le previsioni per il terzo trimestre del 2008 sono in linea con la raccolta dei due precedenti trimestri. I paesi in cui la raccolta ha registrato la maggiore flessione sono Giappone e Australia, nei quali le operazioni di private equity fanno ampio ricorso al debito, secondo il modello del leveraged buy-out. Non così nei paesi emergenti dell'Asia, in cui il private equity è il principale strumento di sviluppo dell'azienda, in alternativa all'indebitamento. Sono dati emersi nel corso dell'appuntamento di settembre a Hong Kong del «Super Return Asia 2008», un importante incontro periodico per gli operatori del private equity. Sempre in occasione dello stesso incontro, è emerso che il paese con prospettive di crescita al di sotto delle aspettative è l'India, principalmente a causa del costo reale della politica di sovvenzione del prezzo del petrolio perseguita

Cina, data la grande disponibilità di fondi dedicati e di potenziali aziende target, potrebbe essere addirittura superiore a quello attuale, se non vi fosse penuria di manager locali capaci di migliorare le prospettive delle aziende target.

Intanto però la volatilità dei mercati finanziari asiatici sta aumentando a causa della progressiva diminuzione degli investimenti dell'occidente, che si sta ritirando e concentrando sui mercati d'origine, sottraendo così risorse che hanno tradizionalmente avuto effetti benefici sui mercati finanziari asiatici. La maggiore volatilità di questi mercati farà slittare molte ipo a non prima della primavera 2009.

* Giancarlo Capolino-Perlingieri e Dante Leone, Studio legale Capolino-Perlingieri & Leone

TRE FUNDRAISING IN PISTA PER I FONDI EX LEHMAN. ATTESA PER IL FUTURO DEL MERCHANT BANKING

■ Sono aperte le scommesse sul nome del colosso del secondario che si aggiudicherà il business degli investimenti di real estate di Lehman Brothers e quello del merchant banking, cioè l'attività di investimento diretto di private equity e di mezzanino, che in Europa facevano capo entrambi a Vittorio Pignatti Morano e che sono stati esclusi dall'accordo con il quale a fine settembre i fondi di Bain capital partners e Hellman & Friedman

stimento. Un'operazione da 2,15 miliardi di dollari per un totale di 230 miliardi di asse in gestione, dei quali circa 12 miliardi rappresentati dal private equity. In particolare, i Lehman Brothers Co-investment partners ha raccolto 1,6 miliardi di dollari nel 2006 ed è ora investito al 75%, tenuto conto anche della recente operazione condotta in Italia su Guaf closures, al cui delisting da Piazza Affari il fondo di Lb ha partecipato insieme a Df merchant banking (gruppo Credit Suisse). Presto, dunque, è ragionevole immaginare un nuovo fundraising. Già in fase di raccolta invece, sono il nuovo fondo infrastrutturale e il nuovo fondo di mezzanino.

Tornando all'attività di merchant banking, Lehman attualmente stava investendo il quarto fondo Lb Merchant banking partners, che nel giugno 2007 aveva raccolto 3,3 miliardi di dollari. Secondo i bene informati a questo business sarebbero interessati grandi fondi di secondario come Collier capital e Alpinvest partners. Quanto al real estate, attualmente è attivo il Lb real estate partners II, che nell'agosto 2005 aveva raccolto 2,4 miliardi di dollari ed era in raccolta

