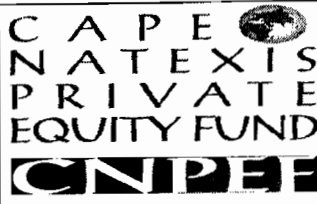
	Data: 15/09/06	MF	Pagina: 33-36	
	Argomento: Cape Natexis			

TRA DEAL IN PARTENZA E RACCOLTA DI NUOVI FONDI, MESI INTENSI PER GLI UOMINI DEL SETTORE

Sarà un autunno caldo per il p.e.

Si chiudono tra poco le aste per Unopiù e Arquati. Presto l'ipo di Ferretti. I movimenti su Grandi navi veloci e Seat. Ultime battute per Tamoil. Grandi aspettative per Tim. In arrivo Nuance

DI STEFANIA PEVERARO

È un autunno piuttosto interessante quello che ci aspetta sul fronte del private equity. Sia per quanto riguarda i deal sia per quanto riguarda il fundraising, con parecchi fondi alla ricerca di investitori. E la convention di Venezia organizzata dall'Aifi i prossimi 21-22-23 settembre capita a fagiolo, visto che per il momento hanno dato la loro adesione ben 30 diversi investitori istituzionali esteri.

Tante le partecipazioni vecchie. Target per i fondi di secondario. *MF p.e.* ha condotto un'indagine presso tutti i principali fondi italiani ed esteri con interessi in Italia per fare il punto sulle partecipazioni in portafoglio ed evidenziare quelle più vecchie e che quindi hanno maggiori probabilità di essere messe sul mercato. Il risultato è riassunto in maniera dettagliata nella tabella a pag. xx, dove balza subito all'occhio che non sono poche le partecipazioni dei fondi che risalgono a ben più di tre-cinque anni fa, il lasso di tempo che tipicamente un fondo di private equity si concede per valorizzare l'investimento e poi uscirne. In questi casi, è possibile che i fondi in questione siano tentati di cedere le partecipazioni a fondi di secondario. Ultimamente parecchi specialisti esteri stanno guardando con sempre maggiore interesse alle opportunità di investimento in Italia: da **Paul capital** a **Coller**. Mentre in Italia Gianni Tamburi ha lanciato il suo fondo di secondario battezzato **Secontip**, raccogliendo 140 milioni di euro. I fondi di secondario, peral-

tro, puntano anche all'acquisto di quote di fondi in portafoglio a investitori che per vari motivi ne vogliono uscire. Negli ultimi tempi, per esempio, il fondo **Auda private equity Llc** ha acquisito a forte sconto, si dice al 20-25% del book value, le quote di **Opera** in mano a una serie di investitori e oggi ad Auda fa capo il 18-20% del fondo guidato da Renato Preti. Auda advisor associates Llc è nato nel 1989 per supportare la famiglia Quandt, cui fa capo la casa automobilistica Bmw, nei suoi investimenti in private equity, hedge fund e real estate negli Stati Uniti.

L'asta su Unopiù e quella su Arquati. Proprio per un'azienda in portafoglio a Opera, Unopiù, si stanno svolgendo in questi giorni le ultime battute di un'asta che vede appunto Preti venditore della sua quota del 75% e aspiranti acquirenti in short list, da un lato, il fondo Emerald di cui è advisor Pm&partners, di Francesco Panfilo, Andrea Mugnai e Massimo Grasselli, e dall'altro Synergia con gli imprenditori, il fondo gestito da Synergia sgr di Gianfilippo Cuneo. Mentre si sarebbero sfilati dalla gara, pur essendo entrati in short list, gli arabi della Dubai investment agency attraverso Isthimar. Unopiù, che nel 2005 ha avuto un fatturato di 75 milioni di euro con un mol di 13 milioni, aveva attirato le attenzioni di parecchi fondi di private equity.

Secondo quanto risulta a *MF p.e.* l'advisor Lazard aveva poi fissato la short list eliminando tutte le offerte per valori inferiori ai 110 milioni di euro, pari a circa 8,5 volte l'ebitda. Da allora, però,

le cose sono un po' cambiate perché il fondo Synergia potrebbe aver perso interesse all'operazione. «Per me il deal Unopiù ha senso insieme ad Arquati. Se non riesco a chiudere su Arquati, dunque, non mi interessa Unopiù», ha dichiarato Cuneo a *MF p.e.* Il problema con Arquati, la società produttrice di tende da sole in amministrazione controllata, è che il commissario straordinario Daniele Giulio Discepolo ha ufficializzato un nuovo invito a presentare offerte vincolanti con base d'acquisto 8 milioni con scadenza 20 settembre prossimo, dopo che lo scorso agosto la vendita sembrava stata conclusa con l'assegnazione, dopo una selezione tra vari pretendenti, a Synergia e alla milanese Parà.

Quotazioni in arrivo. Ferretti e le altre. La storia di ripete per il partner storico di **Permira** Paolo Colonna. Nel 1997, quando ancora lavorava sotto il cappello di Schröder ventures, aveva rilevato il 57% della società e solo tre anni dopo l'aveva portata a piazza Affari. Nel 2002 l'opa e il delisting. Oggi, Permira cui fa capo il 70% del capitale, sta organizzando di nuovo l'ipo, che potrebbe avvenire tra fine anno e inizio 2007. Il filing in Borsa italiana e Consob arriverà agli inizi di ottobre, dopo che l'assem-

blea di fine settembre avrà approvato il progetto di quotazione. Il collocamento avverrà tramite un'offerta mista di sottoscrizione e vendita.

Quanto a **Bs private equity** che lo scorso luglio aveva prima annunciato e poi sospeso la quotazione delle sue due partecipate Sicurglobal e il gruppo Pm, ora le cose sono un po' cambiate. «Mercati permettendo, vedremo se sarà il caso di tornare a pensare alla quotazione, almeno per una delle due. altrimenti troveremo soluzioni alternative», spiega a *MF p.e.* il partner Paolo Baretta

Secondary buyout per Grandi navi veloci. I soci di Permira sono piuttosto affaccendati in questo periodo. Oltre all'ipo Ferretti, infatti, e poco dopo l'acquisizione di Sisal da Clessidra conclusa insieme ad Apax, stanno prendendo in considerazione una serie di offerte per Grandi navi veloci di cui controllano l'80%, mentre il restante 20% resta in capo alla Grimaldi holding, la società che riunisce le partecipazioni della famiglia dell'armatore Aldo Grimaldi, fondatore dell'operatore nel trasporto marittimo.



Pur non essendoci un'esclusiva in corso, le trattative più avanzate paiono quelle con In-

vestitori associati, ma un interesse sembra sia stato avanzato anche da Apax partners e da Bank of America capital partners. La società ha chiuso il 2005 con un ebitda di 60 milioni di euro e un fatturato di 251 milioni. Se si ipotizzasse un multiplo di 8 volte l'ebitda, l'operazione su Gnv varrebbe 480 milioni di euro.

A quando Seat? Infine, resta sullo sfondo Seat pagine gialle. Il titolo delle directories acquisito nel 2003 dalla cordata Permira-Cvc-Bc partners-Investitori associati langue in borsa ed è molto sottovalutata rispetto ad alcune società del settore. Per il momento ufficialmente non è stata presa alcuna decisione di vendere l'azienda, ma non si sa mai.

Ai fondi esteri le directories telefoniche piacciono parecchio. Di recente il colosso statunitense Kkr è entrato in esclusiva con France télécom per acquisire la sua quota del 54% del capitale di Pages Jaunes a 22 euro per azione per un totale di 3,3 miliardi di euro, un prezzo che potrebbe essere aumentato a 22,6 euro per azione, se il fondo riuscisse a conquistare il 95% del capitale a seguito dell'offerta pubblica d'acquisto lanciata in borsa. (riproduzione riservata)

In arrivo potrebbero esserci Seat e Grandi navi veloci

	Data: 15/09/06	MF	Pagina: 33-36	
	Argomento: Cape Natexis			

Gli Italiani in fundraising

■ Sono parecchi gli uomini del private equity italiano che in questi mesi sono alla ricerca di investitori. C'è chi lavora per creare fondi nuovi e chi invece, forte delle esperienze precedenti, vuole replicare.

Tra i primi, vanno citati sicuramente Luciano Balbo, Luigi Sala, fondatori di B&S (che dopo l'uscita di entrambi si è ribattezzato BS), e Edoardo Lanzavecchia, ex partner di Carlyle in Italia. Il fondo, battezzato **Magenta**, lo scorso agosto ha già chiuso il suo primo deal con l'acquisizione del 70% di Cifa spa, leader mondiale nella progettazione, produzione e distribuzione di macchine per la produzione, il trasporto e la messa in opera del calcestruzzo. Il fondo ha un obiettivo di raccolta tra i 250 e i 300 milioni di euro.

Alla prima esperienza di raccolta è anche **Orlando Italy**, braccio italiano del più noto specialista del turnaround tedesco Orlando. Come anticipato da *MF* lo scorso 6 settembre, a stringere l'accordo con i tedeschi è stato Pierdomenico Gallo a cui si è affiancato poi Gianni Ion, l'ex ad di Edizione holding. L'obiettivo è raccogliere 200 milioni di euro. E sempre in te-

ma di turnaround, c'è anche il progetto di Gianmaurizio **Argenziano**, ex partner di Abn Amro private equity, che sta incontrando tutta una serie di potenziali investitori italiani ed esteri, alcuni dei quali avrebbero dato il loro commitment.

In raccolta per fondi già conosciuti c'è invece **Advanced capital partners** che per il suo secondo fondo di fondi di private equity internazionali (**Acpep II**) punta a 250 milioni di euro e che ha già annunciato il primo closing a 150 milioni.

A proposito di fondi di fondi, anche State Street potrebbe tornare in pista per un eventuale **Fondamenta II**, ma non prima dell'anno prossimo. Stesso discorso per **PM&partners** per il futuro **Emerald II**, che potrebbe puntare a 250-300 milioni di raccolta. E anche **BS private equity** tornerà sul mercato l'anno prossimo per raccogliere il quinto fondo con target 500 milioni. In raccolta effettiva, invece, ci sono **Alto partners** per **Alto capital II** con un obiettivo di 150 milioni e **360° capital partners** con un target di 100 milioni, per un fondo nuovo nel nome, ma il cui team di gestione è già ben conosciuto perché si tratta dei soci di **Net partners**.

accento a	Data: 15/09/06	MF	Pagina: 33-36	CAPE NATEXIS PRIVATE EQUITY FUND CNPEE
	Argomento: Cape Natexis			

I deal di cui si parla. Da Tamoil a Tim

■ Ci sono due mega-deal in vista. Il primo, quello su Tamoil, per un valore minimo di 2 miliardi di euro, ma che potrebbe avvicinarsi ai 3 miliardi, è già ben avviato. Mentre il secondo, quello su Tim, che potrebbe anche essere il deal più grande della storia del private equity, è ancora un'ipotesi di cui parla il mercato e cui invece Marco Tronchetti Provera dice di non pensare, anche se poi non esclude di considerare eventuali offerte. In entrambe le operazioni protagonista è Marco De Benedetti, alla guida di Carlyle in Italia.

Corsa per distributori e raffinerie Tamoil. Sono tre le offerte vincolanti inviate a fine luglio all'advisor Bnp Paribas per le stazioni di servizio e le raffinerie di Oilinvest, il gruppo libico che controlla il marchio Tamoil e che indirettamente fa capo alla Lafico del colonnello Gheddafi. Come ricordato da *MF* lo scorso 5 settembre, all'appello si sono presentati sicuramente Erg, la compagnia petrolifera spagnola Repsol e Carlyle, il fondo di private equity appunto guidato in Italia da De Benedetti, il quale sarebbe interessato soprattutto alla raffineria tedesca posseduta da Oilinvest. Si sarebbe invece defilata la rus-



Marco De Benedetti

sa Lukoil. Da allora, non è arrivata alcuna comunicazione ufficiale. Secondo indiscrezioni non confermate, i libici potrebbero aver chiesto a qualcuno degli offerenti di presentare un rilancio. Mentre c'è chi parla dell'avvio di un nuovo round di consultazioni per provare ad allargare la cerchia dei concorrenti, magari all'indiana Mittal energy o alla francese Total.

Se davvero Tronchetti vendesse Tim. Più i private equity sono grandi e più sono ghiotti di tlc. D'altra parte non può essere altrimenti, viste le valutazioni che girano e vista la grande disponibilità di capitali dei colossi del buyout. Che ultimamente non disdegnano neppure di mettersi insieme e fare i cosiddetti «club deal», un modo semplice per investire in tempi relativamente brevi una quota significativa di quel gran cumulo di denaro che i loro investitori si sono impegnati a mettere nei fondi.

Non a caso, proprio per questo motivo capita anche che ci siano fondi disposti a comprare una quota di stretta minoranza in colossi quotati, una tipologia di investimento questa lontana da quella che dovrebbe essere la logica di un private equity. Come ha fatto l'americano Blackstone lo scorso aprile, quando ha com-

prato il 4,5% di Deutsche telekom per l'equivalente di 3,3 miliardi di dollari in quella che è una cosiddetta pipe (private investments in public equity, cioè investimento di capitale privato in società quotata) transaction.

Insomma, qualunque soluzione Marco Tronchetti Provera sceglierà per cedere Tim, se poi davvero la cederà, è probabile che sia in grado di trovare un gruppo di fondi di private equity interessati all'affare: dal buyout che vuole il 100% di Tim a quello che vuole solo una fetta di una Tim non quotata, fino a quello che vuole una piccola quota di una Tim che torna a piazza Affari.

In realtà, il mondo del private equity si aspetta che Tronchetti veda il 100% dell'operatore mobile e che a quel punto, vista la valutazione di circa 40 miliardi, si formino al massimo un paio di cordate di sei-sette fondi in grado di raccogliere circa 15 miliardi di euro di equity e di indebitarsi per il resto. Tenuto conto che in genere un fondo non investe in un solo deal oltre il 10% del proprio patrimonio, i nomi di coloro possono fare un'operazione del genere e che hanno già esperienza di tlc sono pochi, tra questi: Carlyle, guidato in Italia proprio dall'ex amministratore delegato di Tim Marco De Benedetti; **Apax**, che insieme a **Texas Pacific group** ha acquisito Tim Hellas da Telecom e che più di recente si è aggiudicato Tdc, la telecom danese, insieme a **Permira**, **Blackstone**, **Providence equity partners** e **Kkr**. Peraltro, sempre Blackstone, Permira e Providence avevano corso insieme anche per Wind.

Sopaf lancia fondo per la Cina

■ Sopaf scommette sulla Cina e lancia un fondo per investire in medie imprese che abbiano le potenzialità per crescere a livello internazionale. Il fondo in realtà è una Sicar, cioè un veicolo di diritto lussemburghese, che è stato battezzato China opportunity. Il team è guidato dal managing director Fabio De Rosa, che ha una considerevole esperienza sul mercato locale, visto che è stato il responsabile Asia di Banca Intesa e che opera su Hong Kong da otto anni. Gli altri membri del team sono Niccolò Magnoni, nell'ufficio di Shanghai, e due partner cinesi (Jenny Wang e Yugang Zhao), entrambi con lunghe esperienze nel settore finanziario, bancario e private equity.

«Abbiamo intenzione di raccogliere 170 milioni di euro», ha spiegato a *MF p.e.* De Rosa, precisando che «al momento

abbiamo raccolto i primi 35 milioni di euro da investitori tutti italiani, industriali

Fabio De Rosa



e bancari, tra i quali il gruppo Sopaf, la Banca popolare di Milano, la Fondazione Cassa di risparmio di Torino, il gruppo Schneider di Biella e il gruppo Lunelli».

China opportunity farà investimenti di minoranza, che richiederanno un impegno di equity che potrà andare dai 7-8 milioni di euro a 20 milioni di euro l'uno. Le aziende target saranno società mid-cap che vogliono quotarsi sui mercati europei o nordamericani nell'arco di 24-36 mesi. Per le aziende cinesi, quotarsi su mercati esteri ha tutta una serie di vantaggi per esempio, una valutazione più alta (di solito i multipli applicati all'estero sono maggiori di quelli usati in Cina); un maggior accesso a fonti di finanziamento (locale ed internazionale); velocità del processo di quotazione (in Cina bisogna aspettare da un minimo di 12 fino a un massimo di 36 mesi per quotarsi a Shanghai o Shenzhen). China opportunity potrà anche coinvestire con aziende cinesi interessate ad acquisire aziende-asset in Italia.

DUE DILIGENCE

Dall'Italia

DAVIDE CROFF, SENIOR ADVISOR DI TPG

■ Davide Croff è stato nominato ieri senior advisor per l'Italia di Texas Pacific group (Tpg), fondo di private equity tra i primi a livello mondiale con oltre 30 miliardi di dollari di patrimonio gestito. Croff assume quindi in Italia l'incarico che in Francia è ricoperto da Bernard Attali. In particolare, Croff si occuperà di sviluppare e mantenere relazioni con il mondo industriale e finanziario italiano per conto di Tpg. Parallelamente monitorerà l'evoluzione dello scenario politico e economico del paese.

Infine Croff avrà il compito di identificare le opportunità d'investimento per Tpg sul mercato italiano.

BS ENTRA IN MOTOVARIO, LEADER DEI RIDUTTORI

■ Il private equity debutta nel settore dei riduttori con Bs che conquista il controllo della emiliana Motovario. La società, uno dei quattro big player del settore (il leader è Bonfiglioli con un fatturato di 500 milioni di euro), ha un giro d'affari di 110 milioni sarà il punto di partenza di Bs. «Vogliamo effettuare altre acquisizioni mirate nel settore e creare un vero e pro-

prio polo che possa rafforzare la propria presenza all'estero soprattutto in Cina e negli Usa e che proceda all'integrazione con l'elettronica», ha detto a *MF p.e.* Francesco Sironi, managing partner di Bs. Il fondo avrà una maggioranza significativa nel capitale di Motovario, ma la famiglia Reguzzoni, attraverso Power

transmission finance resterà nell'azionariato e Gianluca Reguzzoni resterà amministratore delegato.

Questa è la quarta operazione messa a segno nel 2006 dal fondo Bs investimenti IV, la 14esima conclusa finora e la 66esima portata a termine dalla nascita di Bs che nel 2007 lancerà un quinto fondo che avrà una disponibilità di almeno 550-600 milioni. Il fondo di Sironi e Baretta da Tmf Garlati e Gentili, Deloitte transaction service, Bain e da Gianni Orioni



Francesco Sironi

Grippe&Partners. Power si è avvalsa di Eidos partners e lo studio legale Pavesi Gitti Verzoni.

PANTEX E SPARCO VERSO LA CINA CON ARGOS E VALUE PARTNERS

■ Sono quattro i dossier su cui stanno lavorando gli uomini di Argos Sodic e Value partners per assistere lo sviluppo in Cina delle aziende partecipate dai fondi Eurknights di cui è advisor Argos. In base a un accordo siglato a inizio estate con Argos, l'ufficio di Shanghai di Value partners si occupa infatti dell'analisi del mercato cinese e nell'identificazione di aziende potenzialmente interessanti, in qualità di partner oppure come target di acquisizione. I primi dossier su cui è stata avviata la collaborazione con riguardano quattro partecipate dei fondi di private equity, una francese, una svizzera e due italiane. La prima è Pantex, produttrice di tessuto non-tessuto per pannolini, che punta a realizzare entro fine 2006 una joint venture manifatturiera in Cina con il partner giapponese Chisso. La seconda è Sparco, il produttore di abbigliamento tecnico per gare automobilistiche, interessato all'analisi delle potenzialità del mercato cinese del racing automobilistico.

**MERGERS ALLIANCE SI FA
IL BUSINESS MANAGER**

■ Cinque nuovi ingressi nel network di Mergers alliance, la rete internazionale di società di consulenza attive sul mid market promossa dall'italiana Aurea di Bologna. Sono così salite a 14 le associate che coprono ormai gran parte d'Europa e altri paesi in Asia, America e Africa. E questo soprattutto grazie a una nuova organizzazione della rete che ha introdotto la figura di un business manager nella persona di Stas Micheal.

Dall'estero

**IL P.E. HA INVESTITO IN CINA QUASI
800 MILIONI DI DOLLARI IN SEI MESI**

■ Grazie a 54 deal nel secondo trimestre dell'anno per un totale di 480,1 milioni di dollari, è salito a ben 757,9 milioni di dollari il valore degli investimenti dei fondi di venture capital in Cina, spalmati su 85 operazioni. Il dato è contenuto nel primo numero del China quarterly venture capital report pubblicato da Dow Jones VentureOne e Ernst & Young. Secondo gli autori del rapporto, se le cose continueranno così, nel 2006 gli investimenti spereranno i livelli degli ultimi due anni. L'aumento degli investimenti nel secondo trimestre è stato usato soprattutto da una grande attività su operazioni al primo round di finanziamento (29 deal per 180,7 milioni di dollari), che hanno rappresentato il 54% dei deal e il 38% del valore totale degli investimenti. La dimensione media di queste operazioni è stata di 4,3 milioni di dollari, in crescita dai 3,6 milioni della media del 2005. Anche i secondi round di finanziamento sono aumentati sia per numero (da 3 a 14) sia per dimensioni (da una media di 7,5 milioni a 9 milioni), portando il totale degli investimenti di questo tipo a quota 170,5 milioni di dollari. Il settore industriale che più ha attratto il private equity in Cina è stato quello dell'information technology, con 40 deal nel secondo trimestre dai 19 nel medesimo periodo del 2005.

Lek cerca compratori per Nuance

■ I fondi di private equity stanno scaldando i motori per partecipare alla gara per i punti vendita di Nuance, il gruppo specializzato nel retail aeroportuale posseduto pariteticamente da Stefanel e da Gecos (gruppo Pam) dal 2002, quando lo avevano rilevato dalla fallita Swissair. Domenico Di Luccia, vice presidente e partner di Lek Italia, ha infatti messo a punto uno studio sul settore e sul gruppo, che sta sottoponendo a fondi potenziali acquirenti, forte dell'expertise della società di consulenza internazionale nel settore della distribuzione aeroportuale, che vanta clienti che vanno dalle italiane Aeroporti di Roma, Aeroporti di Firenze e Save alle anglosassoni Baa e Manchester airport group. Ufficialmente gli azionisti non hanno messo in vendita il gruppo che ha sede a Zurigo, ma avevano provato già a sondare il mercato l'anno scorso, prima di frenare in attesa di portare a casa i risultati 2005, che speravano potessero essere migliori degli anni precedenti. In realtà, le cose non sono andate come sperato e con Stefanel che si sta concentrando sempre più sul suo core business, le probabilità che questa volta gli azionisti vendano davvero sono molto alte.

Nel dettaglio, il fatturato dell'anno passato è rimasto più o meno invariato attorno ai 2 miliardi di franchi svizzeri (circa 1,25 miliardi di euro), livello raggiunto ormai dal 2000 e che da lì non si è sostanzialmente più mosso, contrariamente al numero di passeggeri visitatori

degli aeroporti che in cinque anni è cresciuto del 20%. Non solo. Anche la redditività è estremamente bassa: nel 2005 l'ebit è stato di 19,4 milioni di franchi svizzeri (circa 12 milioni di euro), pari

all'1% del fatturato. E anche in termini di ebitda, la redditività è molto bassa: solo il 3% sul fatturato. «Il gruppo non rende perché ha una gestione locale di quella che è invece una realtà estremamente internazionale. Basti pensare che Nuance ha 325 punti vendita distribuiti su

56 aeroporti in 17 diversi paesi del mondo», ha spiegato a *MF Re* Di Luccia. Ma le prospettive sono invece molto interessanti. «I competitor di Nuance oggi viaggiano tutti con un ebitda pari al 20% del fatturato e il settore è atteso in buona crescita», ha confermato Marco Dell'Agnola, consulente con esperienza nel settore della grande distribuzione, visto che l'anno scorso ha coordinato la cordata guidata da Aedes nella corsa a Rinascente e che ha curato in passato la pianificazione strategica di aeroporti come quello di Sharm-el-Sheik.

Ma quanto dovranno prepararsi a sborsare i fondi interessati a Nuance? «I multipli del settore sono di 8-9-10 volte l'ebitda», dice Di Luccia. Il che significa, tra i 300 e i 375 milioni di euro.

Società target	Settore	Anno di investim.	Capitale posseduto
3i			
Assiteca	broker. ass.	1993	40%
Costume national	moda	1997	15%
Finder	meccanica	1998	27,50%
Marly's	moda	1998	49%
Newron	biotecnologia	1999	43%
Chemial	chimica	2002	83%
IT software	it services	2002	14%
Comac	macchinari	2003	32%
Novotema	componenti auto	2003	76%
Mionetto	food&beverages	2004	40%
Giochi preziosi	distribuzione	2005	52%
Monviso	food&beverages	2005	75%
Advent			
Gruppo Argenta	ristorazione automatica	2005	54,30%
Argos Sodditc			
Sparco	abbigl. sportivo	2002	47,70%
Pantex	tessuto	2004	49%
Ch&f	distribuz. alimentare	2005	87%
Gpp	packaging	2006	94%
Bridgepoint			
Eurolites	componenti auto	1998	80%
Cfp	imballaggi	2002	100%
Sea	caravan	2005	nd
Limoni	distribuzione	2006	70%
BS private equity			
Eurolites	componenti auto	1998	20%
Filo diretto	servizi assicurativi	2000	46%
Eagle pictures	produzione cine-tv	2000	25%
QubicaAmf	bowling	2001	17%
Quindovi	prodotti igienico-sanitari	2001	65%
Axioma	software	2001	22%
Sachman	macchinari	2002	23%
Sigma	sistemi pagamento	2002	33%
Pm group	gru e piattaforme	2002	100%
Stc	trasporti	2003	20%
Radici film	imballaggi	2003	46,10%
Segesta	residenze anziani	2004	61%
Sicurglobal	vigilanza	2004	98%
Euphon	multimedia	2004	50,10%

Società target	Settore	Anno di investim.	Capitale posseduto
Ip cleaning	macchinari	2005	47,10%
Giovanni Bozzetto	chimica	2005	65%
Cast futura	elettrodomestici	2005	76%
Tecnowind	cappe aspirazione	2006	90%
Ducati motor	moto	2006	7%
Arena	abbigl. sportivo	2006	100%
Cape/Natexis-Cape			
Olivotto Industries	ingegneria vetro e metalli	2004	40%
Screen services	broadcasting	2004	52%
Arkimedica	servizi managed care	2004	33%
Meccanica veneta	lavaggio industriale	2004	60%
Eltra	encoder	2004	55%
Luxy	sedie	2004	75%
Phoenix group	matrici per alluminio	2005	51%
Clavis	cosmesi	2006	70%
Schmid	accessori	2006	75%
Cim	accessori	2006	75%
Lucomed	biomedicale	2006	43%
Eupourist	catering	2006	90%
Accent	ingegneria microchips	2006	10%
Aresline	sedie	2006	10%
Cinven			
Avio	aeronautica	2006	100%
Clessidra			
Soc. gasdotti Italia	trasporto gas	2004	
Sirti	reti tlc	2004	70(1)
Miotir	infrastrutture	2005	100%
F.lli Elia	logistica	2006	nd
Investitori associati			
Novamont	materie plastiche	1996	nd
Twice	trading online	1999	nd
Ifas	concessionarie auto	1999	nd
Selective beauty	distribuzione	2001	nd
Ilpea-holm	gomma e plastica	2001	nd
Seat pg	directories	2003	62,5% (2)
Util-Ctd	componenti auto	2003	nd
Globalcap	imballaggio	2003	100%
Invex	cavi e filo rame	2003	100%
Rinascence-Upim	distribuzione	2005	100% (3)
Bluvacanze	turismo	2005	62%

Società target	Settore	Anno di investim.	Capitale posseduto
Cisalfa	retail	2006	67,50%
Infalabochim	chimica	2006	nd
Investindustrial			
Permasteelisa		2002	15%
Ruffino		2002	10%
Castaldi		2003	35%
Italmatch		2004	90%
Sirti		2004	70% (4)
Gardaland		2005	90% (5)
Ducati		2006	30%
Stroili Oro		2006	64% (6)
Kkr			
Fl Selenia	lubrificanti	2005	100%
Permira			
Eems	semiconduttori	1997	44%**
Ferretti	nautica	2002	70%
Seat	directories	2003	13%**
Grandi navi veloci	nautica	2004	80%
Marazzi	ceramiche	2004	8%**
PM&partners			
Aive	It services	2002	37,60%
Aeb	elettronica	2003	50%
Alfatherm	packaging	2004	100%
Gruppo Argenta	ristorazione automatica	2005	10,70%
Elemaster	elettronica	2006	20%
Private equity partners			
Teksid	metallurgia	2002	10%
Marazzi	ceramiche	2004	1,5%**
Sofinter	energia	2005	22%**
Maltauro	edilizia	2006	5%
Synergo			
Redecam	filtri	2005	80%
Gruppo Allsystem	vigilanza	2006	40%
E-motion	distribuzione	2006	50%
Vestar			
Fiorucci	alimentare	2005	65%

* partecipazioni in società italiane - ** società quotata - (1) con Investindustrial - (2) con Permira, Cvc e Bc partners - (3) con DB Reog, Pirelli Re e gruppo Borletti - (4) con Clessidra - (5) con Aletti merchant - (6) con Banca Intesa, 21 Investimenti e Wise equity

I NUOVI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI IMPATTANO SUI CASH FLOW

Se lo Ias ti cambia i flussi

Una corretta due diligence deve tenere conto dell'effetto che l'applicazione degli Ias ha sui flussi di cassa operativi attuali e prospettici della società target

DI LUIGI RAGUSA*

L'introduzione dei principi contabili internazionali ha sancito la fine del noto slogan «cash is king»? Sicuramente no, ma ha sollecitato i lettori dei bilanci a prestare maggiore attenzione e gli analisti a rivedere alcune tecniche e schemi di valutazione. Infatti, se dal lato dei flussi di cassa netti (intesi come mera variazione delle disponibilità liquide), le variazioni dei principi contabili non hanno impatto (salvo possibili risvolti sulla determinazione delle imposte), lo stesso non si può dire per i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa e la loro presentazione.

Come è ormai noto, la definizione di nuovi principi contabili internazionali relativi a poste quali, ad esempio, Tfr e contratti di leasing, hanno determinato una ridefinizione del valore riportato della posizione finanziaria netta e dell'ebitda, determinando un impatto a livello di flussi di cassa operativi rispetto al passato.

Altre appostazioni contabili hanno invece impattato solo la definizione della posizione finanziaria netta (e non l'ebitda), come per esempio la valutazione dei contratti derivati e l'applicazione del criterio degli amortized cost sugli oneri accessori dei finanziamenti, introducendo così nuove voci nei cash flow statement non sempre di immediata lettura e non riconducibili a flussi di cassa già realizzati.

L'impatto dello Ias 17 (leasing). L'applicazione dello Ias 17 (anche sui bilanci d'esercizio redatti secondo Ias/Ifrs e non solo sul bilancio consolidato) richiede la presentazione dei contratti di leasing seguendo il metodo finanziario, andando a identificare il debito verso la società di leasing da includere nella posizione finanziaria netta, l'iscrizione del valore del bene «in sostanza» acquistato tra i fixed asset e l'imputazione a conto economico dell'interesse finanziario maturato in ogni periodo, dopo aver eliminato i costi riferiti ai canoni di competenza dal conto economico (inclusi nell'ebitda). Pertanto, rispetto ai principi contabili italiani, tale appostazione contabile determina la presentazione di un maggior valore dell'operating free cash flow: infatti l'ebitda sarà più alto per effetto dello storno dei canoni di competenza mentre i cash out relativi

ai pagamenti dei canoni leasing e dei relativi interessi sono considerati come parte della gestione finanziaria. È anche importante notare come indicatori sintetici di capacità di generare cassa, come per esempio l'operating free cash flow to ebitda conversion factor, possono essere impattati in maniera significativa dall'applicazione di taluni principi contabili rispetto ad altri.

Occhio al fair value dei derivati. Un altro esempio, è rappresentato dall'inclusione in bilancio richiesta dagli Ias/Ifrs del fair value dei contratti derivati che sebbene inclusi come elemento della posizione finanziaria netta non corrispondono a un'entrata o uscita di cassa già manifestatasi.

Se sul fisco si cambiasse idea. Un breve cenno merita il rapporto tra principi contabili e flussi di cassa connessi alla gestione fiscale. In generale, i nuovi principi contabili non impattano il calcolo e quindi l'ammontare delle imposte da pagare. Infatti, è prevista la redazione di un bilancio fiscale per la determinazione di tale onere. Qualora il legislatore decidesse l'eliminazione di questo doppio binario (civilistico e fiscale) e utilizzasse il bilancio civilistico (redatto secondo i nuovi principi contabili internazionali) come base per il calcolo delle imposte da pagare, merita fare una riflessione sui seguenti aspetti:

1. Secondo i principi contabili internazionali, non è consentito portare a conto economico gli ammortamenti anticipati che andrebbero a riduzione dell'utile. Secondo la normativa fiscale vigente è invece permesso. Nel caso di acquisto un solo bene strumentale, qualora venisse usato il bilancio civilistico come base di calcolo delle imposte, ci si troverebbe ad avere, una base imponibile più alta nei primi anni e più bassa successivamente, con con-

seguente impatto sul relativo cash flow fiscale.

2. A oggi, alcune voci che con i principi contabili nazionali compaiono esclusivamente nei conti d'ordine (per esempio i contratti derivati come indicato prima), per i nuovi principi contabili internazionali vanno inclusi all'interno del bilancio con la possibilità che tali voci impattino sulla base imponibile. In un precedente articolo abbiamo trattato anche altri esempi in cui i nuovi principi contabili possono interferire con la normativa fiscale.

In conclusione, una corretta lettura dei flussi di cassa non può prescindere da una attenta analisi del trattamento contabile di alcune poste di bilancio. Una due diligence finanziaria focalizzata sull'interpretazione dei flussi di cassa generati dalla società target aiuta a mettere in evidenza come l'applicazione di taluni principi contabili impatta sulla presentazione dei flussi di cassa operativi storici e prospettici. (riproduzione riservata)

*partner Ernst & Young
Financial-business advisors spa
Transaction advisory services
(33° di una serie di articoli)

LE PAROLE DEL PE

Patto parasociale

Il patto parasociale disciplina i rapporti tra le parti fin tanto che esse rimangono socie dell'impresa.

Il patto parasociale è un documento privato, attraverso il quale gli azionisti contrattualizzano le loro relazioni. Inoltre, mentre lo statuto di una società vincola tutti i soci della stessa ed è opponibile a terzi, un patto parasociale può essere sottoscritto anche solo da alcuni di essi e vincola solamente chi lo ha sottoscritto.

L'essenza dei patti parasociali sta, quindi, proprio in questo: i soci dispongono, per separato accordo, dei diritti che derivano loro dallo statuto e/o dalla legge, impegnandosi reciprocamente a esercitarli in modo predefinito.

Pertanto, attraverso i patti parasociali, gli azionisti affiancano un altro negozio allo statuto sociale che rappresenta il documento che contiene le norme relative al funzionamento della società.

Il complesso di norme che regolano i rapporti tra i soci è, quindi, allocato in due documenti distinti: lo statuto sociale, da una parte, e i patti parasociali, dall'altra.

La possibilità di inserire una determinata disposizione in un contesto piuttosto che in un altro è di notevole rilevanza: come detto, la principale differenza tra una clausola statutaria e una parasociale sta nella diversa efficacia giuridica. Infatti, si è soliti affermare che all'efficacia reale (opponibile ai terzi) delle disposizioni statutarie si contrappone l'efficacia obbligatoria di quelle parasociali.

Tuttavia, mentre qualsiasi disposizione statutaria può essere contenuta in un patto parasociale, non sempre può avvenire il contrario; infatti, non tutte le disposizioni parasociali possono essere inserite in statuto.

Il differente ruolo funzionale delle clausole statutarie rispetto a quelle parasociali si traduce in una diversa disciplina non soltanto della loro efficacia, ma anche dei loro stessi requisiti di validità, al punto che la stessa regola di autonomia privata può ritenersi valida come patto parasociale e invalida come clausola statutaria.

Pertanto nella redazione dei patti parasociali è consigliabile valutare tutte le opportunità concesse, onde individuare la soluzione più consona alle specifiche esigenze del caso concreto.

*a cura di
Argos Seditic*