

UN'INDAGINE DI MF PE INDICA CHE I RENDIMENTI DELL'ANNO SCORSO SONO STATI IN LINEA CON IL 2006

Per i fondi un 2007 ancora ricco

La maggior parte degli operatori si attende Irr e multipli di investimento in leggero aumento. Al netto delle commissioni gli italiani spesso battono la media europea, che i dati preliminari indicano in crescita

DI STEFANIA PEVERARO

Nel 2007 i risultati sono stati migliori del 2006, ma più o meno in linea. Per il 2008 c'è qualche preoccupazione, ma anche la consapevolezza che se si lavorerà bene sulle aziende gli effetti del credit crunch sui rendimenti saranno limitati. È il quadro che emerge da un'indagine condotta da MF Pe tra i principali fondi di private equity che investono in Italia, in vista della presentazione dei dati ufficiali sugli Irr da parte di Kpmg la prossima settimana in occasione dell'assemblea dell'Associazione italiana del private equity e del venture capital (Aifi).

E, sebbene nessuno tra i fondi intervistati, a parte quelli che fanno capo a Cape, abbia però fornito dati puntuali in termini di Irr e multipli di investimento dei loro fondi, una qualche idea ce la si può fare sulla base dei risultati denunciati a proposito della migliore e della peggiore operazione realizzata, che invece quasi tutti i fondi intervistati hanno confidato, e sulla base dei dati preliminari pubblicati a fine marzo dall'European private equity and venture capital association (Evca).

È ragionevole pensare, infatti, che nel 2007 i fondi italiani abbiano registrato performance migliori di quelle della media dei fondi europei, così come era stato nel 2006. E questo perché il private equity in Italia è per la maggior parte delle volte investitore accanto all'imprenditore. Il quale, pur dando un certo peso alla valutazione che il fondo fa dell'investimento, risulta meno sensibile al prezzo di quanto non sarebbe se dovesse vendere il 100% della società. Quello che conta di più agli occhi dell'imprenditore è, invece, che cosa il fondo può fare per far crescere l'azienda e se lo può fare senza tirare troppo sul fronte della leva. Così il fondo può riuscire spesso a spuntare prezzi interessanti. Non solo. Spesso il private equity in Italia segue l'approccio del buy-and-build, cioè dell'aggregazione di più realtà piccole che danno vita a un gruppo integrato, che per definizione in uscita riesce a spuntare multipli di valutazione più alti di quelli di una piccola realtà. Ebbene nel 2007, a maggior ragione nel secondo semestre dopo lo scoppio della crisi da mutui subprime e il conseguente credit crunch, l'approccio più industriale del private equity è quello che ha permesso al settore di continuare a lavorare.

Come è andata in Europa... Secondo l'Evca l'anno scorso in media i fondi europei hanno registrato Irr al netto delle commissioni dell'11,7% all'anno nel periodo 1980-2007, con i fondi di buyout che si so-

no distinti con un 16,1%. Risultati, dunque, migliori di quelli del 2006, quando i fondi avevano ottenuto Irr netti del 10,8% e quelli di buyout avevano raggiunto il 14,4%. Il miglioramento dei risultati è ancora più evidente se si riduce il periodo di osservazione: se si considerano solo gli ultimi dieci anni, infatti, il dato 2007 è dell'11,5% all'anno, contro l'11% nel 2006, mentre sui cinque anni è pure dell'11,5% contro il ben più basso 5,4% del 2006. Sui tre anni, infine, l'Irr netto dei fondi è stato in media del 17,1% contro il 13% del 2006. Manco a dirlo, i fondi di buyout sono quelli che hanno fatto meglio di tutti, con rendimenti a tre anni del 21,9%, a cinque anni del 15,9% e a dieci anni del 16,6%.

... e in Italia. L'anno scorso, si diceva, i fondi italiani hanno registrato performance nette migliori di quelli europei. Utilizzando la metodologia di Kpmg, che calcola che l'Irr netto per un'operazione in Italia si colloca tra il 50 e il 65% di quello lordo, Milano Finanza a suo tempo aveva indicato che nel 2006 in media i fondi italiani a tre anni avevano registrato Irr netti del 14,16% all'anno, sui cinque anni del 13,5% e sui dieci anni del 13,2%, tutte cifre appunto al di sopra di quelle europee. In particolare, i fondi di buyout avevano portato a casa Irr netti qua-

(CONTINUA A PAG.24)

(SEGUE DA PAG. 23)

si doppi rispetto a quelli medi europei (26,3% a tre anni, 17,22% a cinque anni e 23,82% a dieci) e i fondi che forniscono capitali per lo sviluppo potevano vantare Irr netti a tre anni quasi tripli (18,9% contro 6,9%), moltiplicati per dieci a cinque anni (14,1% contro 1,2%) e del 50% di alti a dieci anni (11,8% contro 7,1%). Dunque, se tanto ci dà tanto, quest'anno ci possiamo attendere una situazione simile, se non ancora più pronunciata. Un risultato che viene confortato anche dalle risposte all'indagine di MF Pe tra i fondi, che hanno confidato ciascuno qual è stata la loro migliore e peggiore operazione. Si va per esempio da un Irr lordo del 138% e un multiplo di 5,33 volte portato a casa da Cpnf I per l'operazione Clavis e da un Irr del 94,4% e un multiplo di ben 11,6 volte ottenuto dallo stesso fondo per Screen, a

un Irr negativo e un cash multiple di 0,8 volte sull'operazione Wire industries per il fondo Capeq 2003/2004, con quest'ultimo che dall'inizio della sua vita ha portato a casa il 54,4% e CapeNatixis I (Cpnf) che dal 2005 ha incassato un Irr del 42,5%. **Bnl investire impresa** che l'Irr migliore è stato del 167% e il peggiore del 3,2%, mentre il multiplo migliore è stato di 3,2 volte e il peggiore di 1,1 volte. Da **Finint**, invece, segnalano che il miglior Irr è stato del 37% con un cash multiple di 3,5 volte, mentre il peggiore è stato del 6% con un multiplo di 1,1 volte. **PM&partners** segnala di aver portato a casa un Irr lordo del 57% con la migliore operazione e ipotizza un Irr finale del fondo Emerald non inferiore al 30%. **Abn Amro capital**, da parte sua, denuncia come cash multiple migliore 2,7 volte quanto investito, mentre il multiplo peggiore si attesta comunque a 1,9 volte. **Veststar**, da parte sua, dichiara che l'operazione migliore fatta dall'ultimo fondo in Europa ha reso un Irr del 100% e un cash multiple di 8 volte, mentre l'operazione peggiore ha reso un Irr inferiore al 5%. Gli Irr netti di **BS private equity IV**, del fondo **Clessidra** e di **Investitori associati IV**, si ritrovano nell'elenco delle performance dei fondi di private equity nei quali sono investiti i due colossi dei fondi pensione Usa Calpers e Calstrs: il primo si difende, il secondo con un Irr di oltre il 105% e un cash multiple di 2,3 volte si distingue tra gli altri, mentre il fondo di Investitori associati ha pagato secondo Calstrs un Irr netto solo del 2,2%. Sul fronte del venture capital, infine, il fondo **Principia** dichiara un Irr del 40% in 19 mesi dalla sua prima exit (parziale) da Greenfluff.

Lavorare sulle aziende paga eccome. «Non tutto il male viene per nuocere. La minore possibilità di accesso al credito rivaluta un forte approccio industriale come vera leva per la creazione di valore per i private equity», dice **Nicola Volpi**, partner di **Permira**, uno dei fondi paneuropei più grandi e

con le performance più interessanti (si veda tabella alla pagina precedente), che aggiunge: «In una situazione di carenza di debito, avranno più spazio operazioni di consolidamento con scambio di azioni. Saranno quindi avvantaggiati gli operatori che hanno già in portafoglio aziende appetibili, che potranno proporre operazioni di aggregazione con altri operatori del medesimo settore con la logica per esempio di creare campioni che possano competere a livello mondiale».

Peraltro **Roland Berger** in un suo studio dello scorso settembre ha per esempio dimostrato numeri alla mano che la presenza di un investitore attivo in azienda ha un impatto significativo in termini di miglioramento della redditività. Come indicato nel grafico in pagina, infatti, su un campione di aziende statunitensi si è calcolato che nei due anni terminati nel giugno 2007 il Roi è cresciuto a un ritmo più che doppio nelle aziende nel cui capitale era presente un investitore in qualche modo coinvolto nella gestione dell'azienda. «L'approccio migliore da adottare in operazioni su aziende di piccole e medie dimensioni, in cui il fondo si affianca all'imprenditore, tipiche del mercato italiano, ma anche francese e spagnolo, è quello di legare l'intervento del fondo a un piano industriale di medio periodo e quindi non solo tipicamente vendere gli immobili e abbattere i costi per aumentare la redditività. Bisogna invece fare in modo che la società generi nuovi ricavi, lasciando all'imprenditore la possibilità di lavorare, portando quello che è il suo valore aggiunto», spiega a **MF Pe Roberto Crapelli**, managing partner di **Roland Berger** Italia, che aggiunge: «Più che avere la maggioranza, è importante per un investitore di private equity poter intervenire nelle funzioni esecutive e quindi raccomandare e nominare un cfo esperto e tutti i nuovi manager necessari, ai quali vengano dati degli obiettivi da raggiungere legati al piano industriale. Ovviamente, poi, il fondo deve poter avere gli strumenti per controllare che quel piano venga eseguito. Certo, un approccio simile comporta che la durata dell'investimento sia in media un po' più lunga di quello che richiederebbe un approccio solo finanziario».

Il momento del mezzanino. I fondi di private equity che più so-

no tranquilli in questo momento di mercato sono ovviamente quelli di mezzanino. I ritorni dei fondi di mezzanino sono infatti in

linea con i ritorni degli asset, che prevedono in genere uno spread di 1000 punti base sopra l'euribor 3 mesi, che oggi è oltre 4,8%. Non solo. Bisogna anche considerare la leva, perché i fondi di mezzanino sono di solito levereggiati in una proporzione di 1 a 1. Il che significa quindi ritorni lordi dell'ordine del 30% all'anno. Per di più, commenta **Andrea Pescatori**, amministratore delegato di **Ver capital sgr**, «fino a poco tempo fa uno dei maggiori rischi per noi era che il debito mezzanino fosse rimborsato anticipatamente, perché questo significava un minore incasso in termini di interessi. E, vista l'enorme liquidità delle banche e la loro grande disponibilità a erogare debito senior, prima dell'estate scorsa, spesso e volentieri capitava appunto che il debito mezzanino

fosse rifinanziato. Oggi questo non succede e le operazioni, che richiedono più lavoro sulle aziende, durano di più. Il che per noi è un gran vantaggio. Certo, però, dobbiamo stare molto attenti a non sbagliare nemmeno un'operazione, perché non è che se una va male, quella successiva può andare così bene da più che compensare quanto perso nella prima. I rendimenti per noi li fa solo il mercato».

Quanto ai private equity tradizionali, «l'aspettativa per il 2008 è che ci saranno pochissime exit e, comunque, è assai probabile che quelle che ci saranno produrranno ritorni inferiori rispetto al 2007. Le motivazioni sono evidenti: compressione dei multipli di società simili quotate, minore disponibilità del debito, minore propensione al rischio in un ambiente economico di quasi recessione», riassume per tutti **Marco Mantica**, partner di **Vestar**. Anche se c'è qualche voce che esce dal coro: «Il 2008 per noi andrà molto meglio: nel mese di aprile abbiamo completato ben quattro exit, tre per il fondo IV e una per il fondo III, con ritorni tra le due e le tre volte circa per tutte, a dimostrazione che, pur in un periodo generalmente non facile come questo, un portafoglio di qualità può generare ritorni interessanti», dice da parte sua **Paolo Baretta**, partner di **BS private equity**.

Cosa interessa agli investitori. È

vero, però, che agli investitori più che l'Irr interessa il multiplo che ottengono come ritorno del loro investimento. Di solito gli investitori preferiscono infatti i fondi che restano investiti più tempo e fanno Irr buoni per più anni di seguito su ogni operazione, a quelli che fanno operazioni mordi e fuggi con Irr spettacolari.

E l'impatto delle commissioni, peraltro, non è un fatto secondario da considerare in questo quadro. Private equity intelligence (**Prequin**) ha calcolato che l'anno scorso i fondi di private equity nel mondo abbiano incassato dai loro investitori ben 33 miliardi di dollari di commissioni di gestione, senza contare dunque altre eventuali commissioni per le transazioni e senza contare il carried interest. Un bel gruzzolo, se si pensa che solo nel 2003 le fee incassate erano state soltanto 18 miliardi di dollari. Nel frattempo il patrimonio in gestione dei fondi è passato da 960 a 2 mila miliardi. Il problema però è che le management fee sono calcolate sugli impegni di investimento e non sul capitale effettivamente investito, il che implica che un investitore di un fondo che prevede fee del 2% sugli impegni si può trovare a pagare in media fee del (-5% sul capitale effettivamente investito. Prequin calcola che in termini di multipli una management fee del 2% e un carried interest del 20% finisce con il trasformare un cash multiple lordo di 2 volte in un multiplo netto di 1,6 volte. Ma il problema, però, è che la maggior parte dei fondi non segue la regola del 2-20%, ma prevede condizioni più gravose con l'effetto di trasformare uno stesso risultato lordo in un risultato netto molto inferiore. Prequin, su un campione di 47 fondi di buyout internazionali, ha calcolato che, partendo da una medesima performance lorda, l'Irr netto finisce con il variare in una banda di due punti percentuali, con oltre il 50% dei fondi che ottengono un Irr netto fino allo 0,5% più basso di quello che avrebbero ottenuto se si fossero applicate le commissioni medie. (riproduzione riservata)

Ecco come il tasso il rendimento degli italiani

■ Una volta pagate le fees e il carried interest, il rendimento netto percepito dagli investitori residenti italiani in fondi di private equity di diritto italiano non è soggetto a imposizione perché si tratta di un reddito che ha già scontato l'imposta alla fonte.

I fondi di private equity di diritto italiano, come i fondi comuni di investimento tradizionali, non assumono infatti la qualifica di soggetti passivi di imposta sui redditi, a differenza delle società commerciali soggette all'imposta sulle società del 27,5%. Per contro, i fondi vengono assoggettati a un meccanismo di imposizione sostitutiva alla fonte del 12,5% sul risultato di gestione maturato dal fondo. L'aliquota può però scendere al 5% o salire al 27% in presenza di particolari condizioni soggettive e/o oggettive legate al numero/qualifica dei soggetti investitori oppure alla tipologia degli investimenti operati dal fondo. Per esempio, determinano l'aliquota del 27% gli investimenti in partecipazioni qualificate, cioè superiore al 10% o al 50% se trattasi di società quotate.

Le cose cambiano se l'investitore, invece di essere una persona fisica, esercita un'attività commerciale. In questo caso, il rendimento percepito concorre nel reddito d'impresa, di regola tassato al 27,5%, ma nel contempo viene attribuito un credito d'imposta per mitigare fenomeni di doppia imposizione.

Una comparazione tra la tassazione domestica e internazionale risulta difficile per l'utilizzo assai frequente, da parte dei fondi esteri, di strutture articolate. A conferma di tale difficoltà, un caso sottoposto al nostro esa-

me ha riguardato l'investimento da parte di un soggetto residente in un fondo di investimento chiuso Usa. Dai regolamenti associativi è emerso che il fondo Usa, costituito sotto forma di partnership, prevedeva la sottoscrizione diretta solo da parte degli investitori residenti Usa, mentre per i soggetti non residenti veniva imposto di canalizzare il proprio investimento in un veicolo societario, localizzato in un paradiso fiscale, appositamente costituito per la sottoscrizione nel fondo Usa.

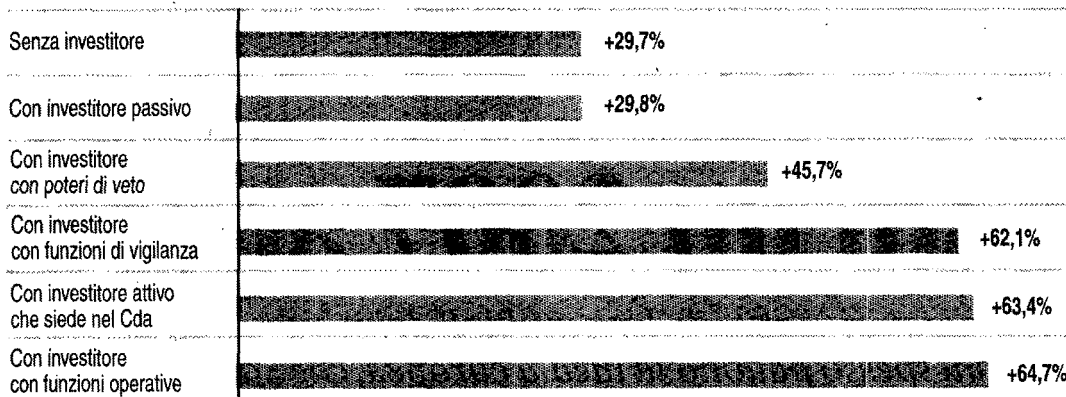
È evidente, quindi, che sono moltissime le variabili che incidono sul livello complessivo di imposizione del rendimento in questi casi: tassazione del fondo estero e dei veicoli interposti, impatto e possibilità di scomputo delle ritenute sui proventi verso l'Italia, tassazione domestica dei suddetti proventi.

È più facile, invece, confrontare il regime di tassazione dei rendimenti dei fondi di diritto italiano con quelli dei veicoli di investimento costituiti come holding di partecipazioni. Tali strutture possono generare un risparmio fiscale quando è possibile dedurre gli interessi passivi per l'indebitamento allocato sulla holding per l'acquisto della partecipazione. In aggiunta tale schema può determinare benefici per la limitata tassazione Ires (1,375%) sia dei dividendi sia dei capital gain (ovviamente in applicazione del regime di participation exemption). Tuttavia tali vantaggi fiscali vanno congiuntamente valutati con i successivi carichi impositivi riferibili alle distribuzioni nei confronti della catena partecipativa sovrastante la holding.

Roberto Spada

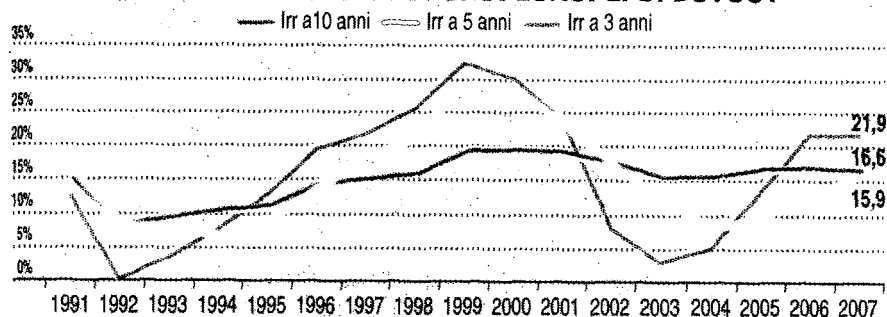
RISULTATI MIGLIORI SE CHI INVESTE È COINVOLTO IN AZIENDA

Crescita percentuale del Roi in 2 anni nelle aziende Usa del campione



Fonte: Roland Berger

QUANTO HANNO RESO I FONDI EUROPEI DI BUYOUT



Fonte: Thomson Financial per conto di Evca

QUANTO HANNO RESO I GRANDI PRIVATE CHE INVESTONO IN EUROPA

Nome fondo	Anno di inizio	Irr netto	Multiplo di invest. (2)
◆ Advent international V	2005	136,2%	1,7
◆ Apax Europe V	2001	42,69%	-
◆ Apax Europe VI	2005	39,95%	-
◆ Apax Europe VII	2007	0,86%	-
◆ BC partners VII	2000	26,61%	-
◆ BC European capital VIII	2005	7,83%	-
◆ Blackstone capital partners IV	2003	53,8%	2,4
◆ Blackstone capital partners V	2006	9,8%	1,1
◆ Bridgepoint Europe I	2000	17,6%	1,9
◆ Bridgepoint Europe II	2001	37,3%	2
◆ Bridgepoint Europe III	2005	12,5%	1,1
◆ Candover 2001 fund	2001	30,5%	2,2
◆ Candover 2005 fund	2006	8,5%	1,1
◆ Carlyle Europe partners II	2003	53,4%	2,3
◆ Carlyle Europe partners III	2007	-27,5%	0,9
◆ Cerberus institutional series three	2004	26,15%	-
◆ Cerberus institutional series four	2007	-10,48%	-
◆ Clessidra capital partners	2005	105,7%	2,3
◆ Cvc European equity partners III	2001	47,5%	2,8
◆ Cvc European equity partners IV	2005	53%	1,4
◆ Kkr European fund I	2001	31,4%	2,4
◆ Kkr European fund II	2005	17,6%	1,2
◆ Investitori associati IV	2004	2,2%	-
◆ Italian private equity fund IV (BS private equity)	2003	18,41%	-
◆ Ocm opportunities fund V (Oaktree)	2004	20,9%	1,7
◆ Ocm opportunities fund VI (Oaktree)	2005	21,3%	1,3
◆ Permira Europe III	2004	48%	1,9
◆ Permira Europe IV	2006	-0,1%	1
◆ Tpg partners III	2000	26,7%	2,4
◆ Tpg partners IV	2003	34,4%	1,7
◆ Tpg partners V	2006	3,4%	1

(1) Secondo quanto riferito dal fondo pensione Usa Calpers, nel suo ultimo resoconto sugli investimenti in private equity aggiornato al 30/09/07. I dati sono forniti a Calpers dai fondi stessi (2) Capitale distribuito dal fondo più valore del capitale investito in rapporto al capitale investito in origine (3) Secondo quanto riferito dal fondo pensione Usa Calstrs, nel suo ultimo resoconto sugli investimenti in private equity aggiornato al 30/09/07. I dati sono calcolati da Calstrs e non sono stati verificati dai fondi stessi

COMMISSIONI DI GESTIONE INCASSATE NEL 2007

In miliardi di dollari. Ricavi da management fee dei fondi nel mondo

Buyout	13,3
Venture	6,8
Real estate	5,6
Distressed debt	1,4
Fund of funds	1,3
Mezzanine	1,2
Secondaries	0,4
Altro	3
Totale	33

Fonte: Private Equity Intelligence

