

**FONDI** Con i delisting Piazza Affari ha perso 55 mld di capitalizzazione in 5 anni. Nello stesso periodo i private equity hanno concluso in Italia 2000 operazioni, fra cui molte opa. Ma ora devono fare i conti coi tassi

AZIONARIO

# Scippo alla borsa

di Francesco Bertolino

**I**eri Parmalat, Astm, Ima. Oggi Coima, Falck Renewables e Atlantia. Negli ultimi cinque anni, secondo una ricerca Intermonte-Politecnico di Milano, Piazza Affari ha perso oltre 55 miliardi di capitalizzazione a causa dei delisting. Un buco nella borsa che i nuovi ingressi non sono riuscite a tappare. Nello stesso periodo si sono quotate 191 aziende, ma solo 32 sul mercato principale, riducendo al 43,8% il rapporto fra capitalizzazione di borsa e pil italiano. La stragrande maggioranza delle nuove ipo ha infatti riguardato il listino delle piccole e medie imprese, ex Aim oggi Egm, segmento non regolamentato. Non è un caso. «Fra oneri di compliance, mancanza di liquidità e disinteresse degli investitori internazionali, che vantaggio ha una grande azienda a stare a Piazza Affari?», taglia corto un banchiere già artefice di numerose opa e oggi al lavoro su nuovi delisting.

**Per la verità**, anche se Milano e la City sono le sole ad aver visto scendere il loro peso in rapporto al pil, la fuga dai listini non è un fenomeno solo italiano. In vent'anni il numero di quotate a Wall Street è sceso da 5.685 a 3.784, a Londra da 2.355 a 1.654, a Parigi da 983 a 737, a Francoforte da 867 a 630. Nell'evasione dalle borse molte società hanno avuto un complice: i fondi di private equity, rivali di anno in anno più agguerriti e capaci di concludere oltre 2.000 operazioni in Italia negli ultimi cinque anni. «Il mercato dei capitali privati è ancora in grande salute», osserva Pasquale Gissi, senior partner di McKinsey. «Nel 2021, a livello globale, sono state chiuse circa 14 mila operazioni per un investimento complessivo di oltre 3500 miliardi di dollari. La raccolta dei private equity ha sfiorato i 700 miliardi di dollari e non ci aspettiamo particolari rallenta-

menti nei prossimi mesi, anche perché si tratta di investimenti che subiscono in misura minore l'incertezza rispetto ad altri, per esempio alle borse». Con circa 2.300 miliardi di liquidità ancora da investire, tre volte la capitalizzazione di Piazza Affari, i fondi sono pronti a proseguire lo shopping di aziende quotate e non. «Anche nei primi mesi di quest'anno abbiamo assistito a una

sorta di luna di miele fra l'Italia e l'industria dei private equity, che continua a valutare il nostro paese stabile e con buone (seppur minori) prospettive di crescita in un contesto europeo favorevole per le medie imprese che caratterizzano il nostro territorio», rimarca. La competizione fra fondi e borse si sta facendo serrata an-

che sul mercato delle pmi, negli ultimi anni fucina di quotazioni

su Egm. «Il segmento delle medie imprese continua ad essere caratterizzato da eccellenze di prodotto/servizio ad elevato potenziale, e a ricevere l'attenzione degli investitori a cui è sempre più richiesta una conoscenza specifica di sotto-settori e del territorio», conclude Gissi. «Continuiamo quindi ad assistere a un numero crescente di nuovi attori nel mercato italiano, alcuni dei quali hanno aperto sedi in Italia».

**La concorrenza** dei private equity è stata peraltro agevolata da anni di tassi ai minimi che hanno reso quantomai conveniente l'impiego della leva per concludere acquisizioni più grandi e incrementare i ritorni sul capitale investito. Secondo McKinsey i migliori fondi hanno registrato rendimenti medi superiori al 30%, sviluppando gli asset comprati e combinando sapientemente capitale e debito. Un'equazione che l'attesa stretta monetaria delle banche centrali rischia di complicare. «La pipeline delle operazioni è ancora buona e copre i prossimi 6 mesi; più in là è difficile fare previsioni perché so-

no troppe le incognite», avverte Mara Caverni, managing partner di New Deal Advisors. «Già oggi è però evidente che le turbolenze sui mercati stanno avendo un impatto sul finanziamento delle operazioni m&a in termini sia di incremento dei tassi d'interesse sia di aumento della prudenza da parte delle banche». L'inizio delle ostilità in Ucraina ha così sancito la chiusura del mercato dei junk bond. «Nel primo trimestre il volume di emissioni di obbligazioni con rating speculativo si è più che dimezzato dopo un boom nel 2021 dettato dall'attività record dei fondi di private equity», conferma Elena Lodola, responsabile leveraged finance di Bnp Paribas in Italia. «Dopo anni di tassi vicini allo zero, del resto, negli ultimi mesi il costo del debito è salito rapidamente a causa prima dell'impennata dell'inflazione e poi della guerra». Secondo Lodola, «il blocco delle emissioni di bond high yield potrebbe avere un impatto sulle operazioni m&a e specialmente sulle acquisizioni a leva (Lbo) dei private equity che per definizione richiedono un mercato del debito stabile e prevedibile».

**L'aumento dei tassi** modifica insomma l'equazione dei private equity. Per ottenere lo stesso risultato, occorrerà correggere uno dei due fattori: il ritorno dei fondi o il prezzo pagato al venditore. «Quando i finanziamenti diventano più cari, il private equity tende a pagare multipli più bassi per salvaguardare il suo rendimento», spiega Caverni, avvertendo che i conti potrebbero non tornare. «Il disallineamento fra le attese del venditore e la proposta del

compratore può rallentare la conclusione delle operazioni: quando il divario fra domanda e offerta diventa troppo ampio, il mercato temporaneamente si blocca fino a quando le aspettative fra venditore ed acquirenti non si riallineano». Oggi, precisa la fondatrice di New Deal Advisors, «non siamo ancora a questo punto, ma di sicuro la due diligence dei fondi si è fatta più approfondita e tesa ad accertare la sostenibilità a lungo termine dei margini delle aziende in un contesto di elevata inflazione». I private equity dovranno infatti canalizzare il mare di liquidità accumulata in questi anni e che continua a fluire verso i loro veicoli in questi primi mesi del 2022. «Non credo che l'attività si bloccherà perché i fondi hanno ampia liquidità da investire e una lunga serie di affari, transazioni già avviate e da concludere», osserva Lodola di Bnp Paribas. «Semmai, l'aumento dei tassi potrebbe condurre a una correzione delle valutazioni e a una maggiore selettività dei private equity che prediligeranno aziende difensive, attive in settori non ciclici e con solide prospettive di crescita a lungo termine». (riproduzione riservata)



Nazione	31/12/2001	31/12/2006	31/12/2011	31/12/2016	31/12/2021
Italia (Borsa Italiana)	48,5%	52,8%	20,7%	31,8%	43,8%
USA (NYSE, NASDAQ, AMEX)	132,1%	141,6%	100,6%	145,9%	218,2%
Regno Unito (London Stock Exchange)	130,7%	139,2%	109,6%	108,0%	102,0%
Francia (Euronext Paris)	85,4%	104,7%	54,3%	87,4%	107,6%
Germania (Deutsche Börse FWB)	55,1%	54,7%	31,6%	49,5%	59,4%

Fonte: Intermonte e Politecnico di Milano

