

MERCATI E BUSINESS

LA CLASSIFICA

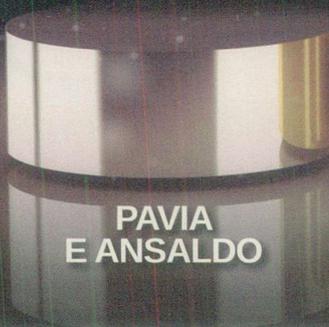
Chi fa più affari con il private equity

Chiomenti, Pavia e Ansaldo e Lombardi Segni e associati in testa al ranking *Le Fonti Legal* degli studi legali che hanno fatto più affari in un settore che nell'ultimo anno è tornato a crescere. Grazie alla liquidità dei fondi, ai bassi tassi di interesse e alle imprese che affrontano i passaggi generazionali

DI GABRIELE VENTURA



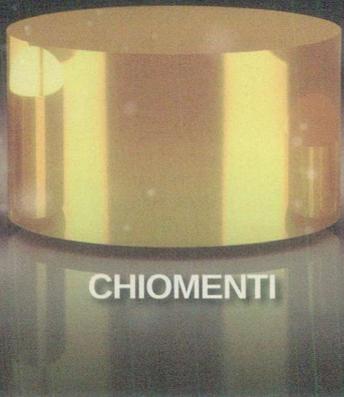
Stefano
Bianchi



PAVIA
E ANSALDO



Luigi
Vaccaro



CHIOMENTI



Stefano
Nanni
Costa



LOMBARDI
SEGNI E
ASSOCIATI

Chiomenti, Pavia e Ansaldo e Lombardi Segni e associati guidano la classifica del private equity in Italia. Sono questi i tre studi che hanno fatto più affari nell'ultimo anno in Italia nell'ambito di un settore che negli ultimi mesi è tornato in auge. Il private equity sta attraversando infatti una fase di grande dinamismo grazie all'abbondante liquidità di molti fondi, ai bassi tassi di interesse, alle numerose imprese che affrontano i passaggi generazionali. A livello di settori, quelli di maggiore interesse sono la chimica, il farmaceutico ed healthcare, oltre a moda e design. Nel corso degli ultimi 12 mesi, una delle operazioni più importanti è stata la cartolarizzazione Unicredit, nell'ambito della quale lo studio legale Pavia e Ansaldo ha assistito Bravo Strategies III del gruppo Pimco in relazione a verifiche sugli aspetti immobiliari sottostanti i crediti ceduti, sull'esistenza del credito ed esame delle caratteristiche dei mutui. Ancora, l'operazione seguita da Lombardi Segni e associati, che ha assistito Investindustrial nell'accordo relativo all'acquisizione di una partecipazione pari al 60% del capitale sociale di Artsana, da 1,2 miliardi di euro. È quanto emerge, tra l'altro, dalla ricognizione effettuata da *Le Fonti Legal* sugli studi che hanno lavorato di più negli ultimi 12 mesi nel settore del private equity. Chiomenti, come detto, è lo studio che ha fatto più affari, seguendo 20 operazioni per un controvalore di circa quattro miliardi di euro. A seguire, Pavia e Ansaldo con 22 operazioni da 2,5 miliardi e Lombardi Segni e associati, che ha gestito deal per un valore superiore a 1,2 miliardi di euro, rappresentato dalla sola operazione Investindustrial. In coda alla classifica, per numero di operazioni seguite, Molinari e associati, Latham & Watkins e Freshfields.

I BIG DEL SETTORE

Studio legale	Operazioni	Controvalore (mln euro)
Chiomenti	20	4.000
Pavia e Ansaldo	22	2.500
Lombardi Segni e associati	n.d.	>1.200
Cms	8	>500
Eversheds Sutherland	10	330
Dentons	10	300
Gattai Minoli Agostinelli & Partners	22	n.d.
Pedersoli e associati	15	n.d.
Molinari e associati	10	n.d.
Latham	9	n.d.
Freshfields	8	n.d.

Fonte: Centro Studi Le Fonti

CLASSIFICA
Sopra, la graduatoria degli studi legali in base al controvalore delle operazioni seguite

Chiomenti vanta anche il team più numeroso, con 14 partner dedicati al private equity guidati da Luigi Vaccaro. Dietro, Pedersoli studio legale con 11 partner, e Freshfields e Lombardi Segni e associati con sette.

La ricognizione di *Le Fonti Legal* ha passato in rassegna i maggiori deal dell'ultimo anno e ha chiesto agli studi protagonisti di analizzare il settore e di descrivere il ruolo e il valore aggiunto dello studio legale nella strut-

turazione di un'operazione di private equity, che, dall'apertura al closing, si compone dei seguenti passaggi: individuazione della miglior struttura per realizzare l'operazione; due diligence per verificare la sussistenza o meno di eventuali criticità legali; redazione e negoziazione del contratto di compravendita, dell'eventuale patto parasociale, e dei management agreement; predisposizione e negoziazione degli accordi di finanziamento con le banche che supportano l'operazione di acquisizione; richiamo delle risorse finanziarie da parte del fondo nei confronti dei propri investitori; infine, si passa alle attività necessarie per l'ottenimento delle autorizzazioni per la realizzazione dell'operazione.

Chiomenti Secondo **Luigi Vaccaro**, «la peculiarità dal punto di vista legale delle operazioni di private equity è quella di comportare un approccio multidisciplinare all'assistenza offerta. Infatti ai profili tipici di corporate/M&A si accompagnano sempre quelli dei finanziamenti bancari o di accesso al mercato del debito, gli aspetti giuslavoristici e di incentivazione legati al management, quelli fiscali per la strutturazione delle operazioni e gli ulteriori aspetti specialistici legati all'industry in cui opera la target».

Pavia e Ansaldo Per **Stefano Bianchi**, managing partner, «il mercato è vivo e nuovamente attivo grazie alle considerevoli riserve di liquidità di molti fondi e alle eccellenti opportunità di investimento offerte dal mercato italiano». A livello di settori maggiormente attrattivi, secondo Bianchi «i fondi hanno caratteristiche diverse e, a seconda della loro tipologia, selezionano target differenti; basti pensare ai fondi infrastrutturali e a quelli specializzati nel c.d. distressed acquisition. Oggi i settori che



TASSI BASSI
Per Alessandro Dubini, partner di Dentons, «le ingenti disponibilità sul mercato sono dovute principalmente al fatto che i tassi di interesse sono ancora particolarmente bassi».



CONCORRENZA
Per Alessandro Marena, partner di Pedersoli studio legale, «la concorrenza tra i fondi è molto agguerrita su tutte le fasce di mercato, che comprendono le operazioni di puro mid-market e quelle di fascia alta del mid-market italiano».

suscitano il maggior interesse sono quelli del pharma e delle biotecnologie ma conservano la loro attrattiva molti altri ambiti, in considerazione del fatto che un sistema manifatturiero articolato e capillare come quello del nostro paese gioca un ruolo di primo piano sul piano internazionale». «Le operazioni di private equity», continua Bianchi, «sono nella quasi totalità dei casi molto complesse e sofisticate, soprattutto sotto il profilo della loro struttura finanziaria. Le fasi principali in cui schematicamente può essere descritta una tipica operazione di private equity riguardano: structuring dell'operazione, due diligence approfondita e ad ampio raggio, presentazione/raccolta delle manifestazioni di interesse e delle offerte nell'ambito di processi competitivi di dismissione, negoziazione one to one fra venditori e acquirenti, acquisition financing, negoziazione della documentazione contrattuale e societaria, signing e closing».

Lombardi Segni e associati

Anche a parere di **Stefano Nanni Costa**, rispetto al passato si sta verificando un «consolidamento del mercato del private equity in Italia, soprattutto in relazione ad operazioni di piccola e media dimensione. La liquidità in circolazione continua ad essere un driver importante e, per tale ragione, il trend positivo potrebbe continuare, tenuto conto dell'interesse di investitori stranieri per l'Italia e per le numerose realtà italiane che hanno posizioni anche di rilievo nei rispettivi mercati di nicchia. Molto dipenderà in ogni caso dai futuri sviluppi sia a livello politico, sia a livello finanziario. Per certo la media dei multipli applicati si è uniformata a livelli decisamente importanti». Per quanto riguarda i settori nel mirino dei fondi e la tipologia dell'impresa target, a parere di Costa «in Italia gli

investitori cercano soprattutto società che abbiano un particolare know how o forti presenze in determinati settori di mercato a livello internazionale. In linea generale i settori più attraenti dovrebbero rimanere quello della tecnologia meccanica, delle infrastrutture, della moda, quello agro-alimentare e il settore del credito. Ciò posto, l'Italia è un paese ricco di imprese, solitamente di dimensioni medio-piccole, attive in nicchie di mercato dove, spesso, hanno posizioni di primo piano anche a livello internazionale, sovente a conduzione familiare e con tematiche legate al ricambio generazionale. Riteniamo che in tale ambito gli investitori, sia italiani che stranieri, continueranno a trovare opportunità. Non si può trascurare, infine, un rinnovato interesse in società che operano prevalentemente in Italia, nel settore retail, per esempio, segno che vi è una certa fiducia sulle prospettive del mercato italiano».

Pedersoli studio legale Per **Alessandroarena** «siamo vivendo senz'altro in un momento di forte sviluppo e attività per il private equity. La grande quantità di commitment raccolto dagli operatori del settore sia in Italia sia all'estero, nonché la relativa scarsità di target a disposizione per l'investimento, fa sì che la concorrenza tra i fondi sia molto agguerrita su tutte le fasce di mercato, che comprendono le operazioni di puro mid-market, con un enterprise value tra i 25 e 100 milioni, a quelle di fascia alta del mid-market italiano, tra i 300 e i 500 milioni. Questa situazione di mercato è chiaramente ad appannaggio dei venditori. Difficilmente si vede un'operazione one-to-one, infatti le operazioni sono gestite molto più spesso attraverso procedure di asta competitiva, specie quelle più grandi. Il livello dei multipli è ai massimi degli ultimi anni. Abbiamo



VENDERE È MEGLIO
Secondo Bruno Gattai, managing partner di Gattai Minoli Agostinelli & Partners, nel mercato del private equity «è più facile vendere che comprare, in quanto i multipli e quindi i prezzi stanno salendo».



CRESCITA
Giovanni Gazzaniga, partner di Allen & Overy, sottolinea che «la crescita degli investimenti di private equity in Italia è stata negli ultimi anni di circa il 19% - 20%».

visto più di un'operazione con multipli a doppia cifra ed è tornato alto il livello di leva, visto il costo del denaro basso e di nuovo la necessità di mettere «al lavoro» le risorse anche da parte delle banche». Quanto ai settori maggiormente attrattivi, secondo arena sono quelli «del food, dei retail food restaurants, del retail branded e naturalmente del fashion». Su come è strutturata un'operazione di private equity, arena sottolinea che, «considerando il numero di processi competitivi, la «classica» operazione strutturata con lettera di intenti, due diligence, contratto e closing è sempre meno frequente. Molto più diffuso è partecipare al processo di asta che comporta la formulazione di una iniziale non-binding offer, l'eventuale successiva ammissione a «fase 2» con accesso a una virtual data room e la partecipazione a un management presentation, l'esame dello Spa e del patto parasociale regolarmente proposto dai legali dei venditori, la formulazione di una binding offer contenente anche il «mark up» ai testi contrattuali. Nell'ipotesi in cui la binding offer venga accettata, è prevista una successiva fase di esclusiva molto limitata per finalizzare i contratti e chiudere l'operazione».

Allen & Overy Secondo i dati in possesso dello studio legale, «la crescita degli investimenti di private equity in Italia», spiega **Giovanni Gazzaniga**, partner dello studio, «è stata negli ultimi anni di circa il 19 - 20%. Nel contempo però, si registra un calo degli investimenti nel primo semestre 2017, in relazione non tanto al numero di operazioni ma al volume delle stesse. Sicuramente un settore dove l'attenzione dei fondi, soprattutto stranieri, è, a nostra percezione, in aumento è quello del food & beverage con forte connotazione made in Italy. La tipologia delle target preferi-

ECCO QUALI SONO STATE LE OPERAZIONI PIÙ IMPORTANTI DEGLI ULTIMI 12 MESI

Studio legale	Cliente	Valore (mln euro)	Partner responsabile
Pavia e Ansaldo	Bravo Strategies III LLC - Gruppo PIMCO	1.300	Fiorenza Resta
Lombardi Segni e associati	Investindustrial	1.200	Giuseppe Lombardi, Stefano Nanni Cos Carla Mambretti, Johannes Karner
Chiomenti	Avio e i fondi Cinven	N.d.	Carlo Croff
Chiomenti	Bc Partners	N.d.	Filippo Modulo
Gattai Minoli Agostinelli & Partners	CVC Capital	N.d.	Bruno Gattai, Gerardo Gabrielli
Molinari e associati	Patron Capital	450	Alessandro de Botton, Marco Laviano
Gattai Minoli Agostinelli & Partners	Clessidra	N.d.	Bruno Gattai
Allen & Overy	Old Mutual Wealth	265	Giovanni Gazzaniga
Chiomenti	Ontario Teachers' Pension Plan Board Pension Fund	N.d.	Carlo Croff
Pedersoli e associati	NB Renaissance Partners	N.d.	Antonio Pedersoli
Chiomenti	One Equity Partners	N.d.	Edoardo Andreoli, Luigi Vaccaro
Molinari e associati	Pool di banche	150	Margherita Santoiemma, Marco Laviano
Chiomenti	One Equity Partners	N.d.	Edoardo Andreoli, Luigi Vaccaro
Molinari e associati	Progressio, Ideal Capital	130	Margherita Santoiemma, Maria Milano
Chiomenti	Investindustrial	N.d.	Carlo Croff
Allen & Overy	Associated British Foods	N.d.	Giovanni Gazzaniga
Pavia e Ansaldo	Acofi Gestion	50	Claudio Grisanti
Latham & Watkins	Magnolia	N.d.	Stefano Sciolla
Freshfields	Ergo Italia	N.d.	Nicola Asti
Gattai Minoli Agostinelli & Partners	Apax Partners	N.d.	Bruno Gattai, Gerardo Gabrielli
Dentons	Alto Capital III	N.d.	Alessandro Dubini

Operazione
Verifiche sugli aspetti immobiliari sottostanti i crediti ceduti all'interno di un'operazione di cartolarizzazione di Unicredit, sull'esistenza del credito ed esame delle caratteristiche dei mutui
Accordo relativo all'acquisizione di una partecipazione pari al 60% del capitale sociale di Artsana
Assistenza ad Avio in riferimento alla parte afferente la prevista business combination con Space2 e contestuale quotazione e ai fondi Cinven, azionisti di controllo di Avio in uscita dal capitale della società
Acquisizione, direttamente e indirettamente, di DP Group
Assistenza nell'acquisizione di Doc Generici da Charterhouse.
Cessione al fondo Queensgate Investments Fund II delle società che gestiscono la catena di ostelli Generator Hostels
Assistenza nella cessione della partecipazione del Fondo Clessidra nel capitale di Buccellati Holding Italia al Gruppo Gangtai
Cessione tramite asta a Ergo Previdenza dell'intero capitale sociale di Old Mutual Wealth Italy
Acquisizione di una partecipazione di minoranza di Intecors
Assistenza nell'acquisizione dalla famiglia Zorzolo di una quota di maggioranza in Comelz
Assistenza in relazione all'investimento di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Usco
Negoziazione con i fondi Bain Capital, Advent International e Clessidra del contratto avente ad oggetto la ridefinizione di taluni accordi relativi alla vendita della maggioranza del capitale sociale di Istituto Centrale delle Banche Popolari
Assistenza in relazione all'investimento di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Usco
Assistenza nella vendita di Italchimici a Recordati
Aggregazione della controllata Polynt con il Gruppo Reichhold
Assistenza nell'acquisizione del gruppo Acetum da Clessidra
Assistenza in ordine alla tassazione indiretta che incide sul pacchetto di garanzie sottostante e l'esenzione dalla ritenuta alla fonte sugli interessi
Assistenza nella negoziazione dell'accordo per la vendita del 30% del capitale sociale di Duemmei
Assistenza nella cessione dell'intero capitale sociale di Ergo Assicurazioni al gruppo assicurativo tedesco Darag
Assistenza ad Aptos, portfolio company di Apax Partners, nell'acquisizione della Divisione Retail di TXT e-solutions
Assistenza in relazione alla cessione della partecipazione detenuta in Dolciaria Val D'Enza a Valeo Foods, gruppo partecipato da Cap Vest

Fonte: Centro Studi Le Fonti

ta dai fondi è sicuramente la cosiddetta family owned company con prospettive di investimento strategico a medio termine».

Anche a parere di Cms «il mercato è in fase di forte espansione, i bassi tassi di interesse permettono un ampio utilizzo della leva finanziaria che è una componente tipica delle operazioni di private equity. Paradossalmente, essendoci molta li-

INCREMENTO
Margherita Santoiemma, partner di Molinari e associati, a partire dal 2016 ha notato «un incremento degli investimenti in Italia, sia dal punto di vista del capitale investito sia da quello del numero di operazioni perfezionate».



quidità nel mercato e numerosi fondi di private equity, scarseggiano le imprese target, specialmente quelle ad elevata redditività che sono maggiormente “appetibili” ai fondi di private equity.

Questo ha determinato un rallentamento in termini di deals chiusi negli ultimi mesi. Sono proseguite, viceversa, le operazioni di “add-on” rispetto ai target già investiti». Riguardo i settori nel mirino dei fondi, per lo studio «l'Italia mostra oggi opportunità interessanti a livello trasversale anche tenuto conto del fatto che le aziende sono in generale in un migliore stato di salute rispetto a qualche anno fa. Il governo, inoltre, ha promosso diverse misure agevolative per investimenti volti a supportare l'economia reale, sia lato equity che debito. La nostra esperienza ci segnala un interessamento soprattutto nel comparto tecnologico, hotel&leisure, lusso e nelle energie rinnovabili con aziende che mostrano fatturati mediamente ricompresi tra i 50 e i 70 milioni di euro. Continuano inoltre ad offrire interessanti opportunità anche operazioni di acquisizione collegate alla ristrutturazione del debito della target».

Gattai Minoli Agostinelli & Partners Bruno Gattai, managing partner, afferma invece che il mercato del private equity «è attivo perché c'è molta liquidità. È un mercato ove in questo momento è più facile vendere che comprare, in quanto i multipli e quindi i prezzi stanno salendo». Riguardo i settori, secondo Gattai nel mirino dei fondi non ci sono solo quelli «dove tradizionalmente le imprese italiane sono

IL PESO DEL TEAM DEDICATO AL PRIVATE EQUITY

Studio legale	Numero partner	Team leader
Chiomenti	14	Luigi Vaccaro
Pedersoli studio legale	11	-
Freshfields Bruckhaus Deringer	7	Nicola Asti
Lombardi Segni e associati	7	Giuseppe Lombardi, Antonio Segni
Dentons	5	Stefano Speroni
Molinari e associati	5	Ugo Molinari, Margherita Santoiemma
Pavia e Ansaldo	5	Stefano Bianchi
CMS	4	Paolo Bonolis
Latham & Watkins	3	Stefano Sciolla
Allen & Overy	2	Giovanni Gazzaniga
Eversheds Sutherland	1	Marco Franzini

Fonte: Centro Studi Le Fonti

GIOCO DI SQUADRA

Il dipartimento di private equity con il maggior numero di partner dedicati è quello di Chiomenti, seguito da Pedersoli studio legale

appetibili, come fashion o design. I target buoni sono quelli che generano cassa e che hanno possibilità di grande crescita e sviluppo o perché imprese familiari poco organizzate commercialmente o perché orientate all'estero».

Molinari e associati Margherita Santoiemma sottolinea invece come, «a partire dal 2016 abbiamo notato un incremento degli investimenti in Italia, sia dal punto di vista del capitale investito sia dal punto di vista del numero di operazioni perfezionate, grazie anche al rinnovato interesse degli operatori internazionali. Negli ultimi anni abbiamo visto crescere l'interesse per il settore medicale e biomedicale con una predilezione per imprese di medie dimensioni».

Le doti essenziali dell'advisor legale, secondo Santoiemma, sono «non solo la preparazione e la dedizione, ma anche la rapidità di risposta e la capacità di adattarsi alla specificità della singola operazione e alle esigenze del cliente, attraverso un confronto costante con quest'ultimo».

Dentons Per **Alessandro Dubini**, «le ingenti disponibilità sul mercato sono dovute principalmente al fatto che i tassi di interesse sono ancora particolarmente bassi e, di conseguenza, gli investitori sono alla ricerca degli investimenti che danno i ritorni più elevati. Il fund raising dei fondi italiani in questo periodo è particolarmente premiante, rispetto al difficilissimo periodo della crisi degli anni 2008-2012. Oggi i fondi di piccole e medie dimensioni stanno raccogliendo circa il 50% in più rispetto al periodo precedente. Considerato il buon andamento in generale del mercato M&A ci aspettiamo anche per il prossimo futuro diverse operazioni che saranno perfezionate dai fondi di Private Equity. Segnaliamo,

DINAMISMO
Luigi Verga, partner di Freshfields, afferma che «il mercato degli investitori finanziari continua a essere molto attivo e in continuo movimento, seppur con differenziazioni tra diversi settori e a seconda delle dimensioni delle società target».



mo, infine, che abbiamo riscontrato un forte interesse dei fondi di private equity esteri per le piccole e medie imprese italiane che, come noto, rappresentano un'eccellenza nel mondo».

Freshfields Luigi Verga afferma che «il mercato degli investitori finanziari continua a essere molto attivo e in continuo movimento, seppur con differenziazioni tra diversi settori e a seconda delle dimensioni delle società target. Settori di sicuro interesse in questo momento sono i business regolamentati e quelli legati al "made in Italy", con particolare riferimento al food. L'interesse per la meccanica avanzata/specialistica è poi sempre presente. Visto il rinnovato interesse anche di fondi globali per il mercato italiano, è difficile individuare una tipologia standard di impresa target».

Eversheds Sutherland Per **Marco Franzini**, nelle operazioni di private equity «è divenuta parte sempre più importante la strutturazione dello schema di investimento, spesso anche deal by deal, che ormai vede una varietà di tipologie operative accanto al tradizionale schema del fondo di investimento e management company. Dal punto di vista delle operazioni la struttura è sostanzialmente invariata rispetto allo schema classico costituito da: lettera d'intenti o memorandum d'intesa, due diligence, accordo di acquisizione e investimento, acquisition finance, corporate governance, service agreement per il management, schemi di incentivo per i soci gestori/management, accordi di exit». ♦