

SOMMARIO

- Il mercato nel 3° trimestre 2011
- Gli effetti della crisi sul financing delle operazioni di private equity
- Il private equity è uno strumento di creazione di valore per le imprese ?
- Il mercato dei principi attivi per la farmaceutica
- Standard di mercato e trend di sviluppo nel private equity
- Le operazioni di private equity in Italia nel 3° trimestre 2011

Con i contributi di



IL MERCATO NEL 3° TRIMESTRE 2011

Chiude a quota 19 operazioni il mercato del private equity italiano del 3° trimestre 2011.

La caratterizzazione dei deals del trimestre lasciato alle spalle sembra confermare un clima di attesa, dimostrando come il mercato si trovi in una fase, per così dire, interlocutoria, in cui è ancora difficile scorgere chiari segnali di ripresa.

Al di là di un incremento (+19%) del livello di attività rispetto al trimestre precedente, è interessante segnalare alcune evidenze emerse dalla mappatura dei deals posti in essere. Innanzitutto si nota la prevalenza degli investimenti di tipo expansion (58%) sui buy out, a fronte di una quota media acquisita dagli operatori pari al 31% e ad un equity investito pari a circa 11 milioni di Euro. A trainare il segmento degli expansion vi è soprattutto l'operato del Fondo Italiano d'Investimento (7 investimenti diretti e 1 sindacato) anche se non mancano operazioni chiuse da altri operatori sia nazionali che esteri.

Sul fronte della valorizzazione delle società target, rispetto a un Enterprise Value medio pari a 34 milioni di Euro, si rileva il big buy out su Moncler ad opera di Eurazeo che si sostituisce all'operatore paneuropeo Carlyle in un'operazione di secondary buy out del valore di 1.300 milioni di Euro.

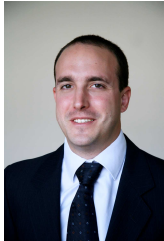
Il dato medio relativo al volume dei ricavi delle società oggetto d'investimento nel trimestre, che si attesta intorno ai 47 milioni di Euro, risulta in calo rispetto al dato medio relativo al primo semestre 2011, attestato a quota 51 milioni di Euro.

In termini di distribuzione settoriale, tra le principali preferenze degli investitori si riposizionano i prodotti per l'industria (26%) e i beni di consumo (21%). Nella prima categoria settoriale si collocano gli investimenti rispettivamente in Arbo, società attiva nella distribuzione di ricambi per caldaie, componenti di impianto e climatizzatori, da parte del Gruppo Ersel, che ha rilevato l'80% del capitale da Quadrivio SGR.

Nel comparto beni di consumo si ricordano l'investimento negli orologi ToyWatch, entrati nel portafoglio di J.Hirsh e in Intercos, gruppo specializzato nella ricerca e produzione di prodotti di make up per i principali players dell'industria cosmetica, da parte di Tamburi Investment Partners.

*Il Team dell'Osservatorio PEM[®]
pem@liuc.it*

GLI EFFETTI DELLA CRISI SUL FINANCING DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY



Uno dei principali fattori negativi ingenerati dall'attuale crisi di mercato e in grado di influenzare direttamente le operazioni di private equity è il drastico innalzamento del costo dei finanziamenti volti a supportare le operazioni di leveraged buy out.

Ormai da almeno quattro anni è presente un fenomeno di credit crunch che ha comportato la contrazione dei finanziamenti da parte degli istituti di credito e ha avuto una ricaduta negativa sui costi medi dei finanziamenti.

La novità in questo contesto di crisi è che almeno per la seconda volta negli scorsi 36 mesi i costi della provvista finanziaria (a parità di rischiosità dell'operazione in esame) stanno subendo incrementi repentini e di tale dimensione da dover richiedere una "riformulazione" della struttura delle operazioni stesse.

La novità non è da ricercarsi nell'incremento medio dei costi del finanziamento nelle operazioni di LBO ma nell'entità e nella rapidità dei loro incrementi.

Negli ultimi 36 mesi si sono avuti due picchi negativi: il primo si è manifestato nei mesi successivi al crollo di Lehman Brothers nel settembre 2008 ed il secondo si è manifestato nel mese di agosto 2011 ed è tuttora in corso.

Questo fenomeno sembrerebbe, quindi, evidenziare come una "cartina di tornasole" lo stato di profonda difficoltà in cui il sistema creditizio sta versando. Abbozziamo qualche numero, giusto per meglio "pesare" questo fenomeno (senza alcuna velleità statistica).

Negli scorsi 36 mesi, i finanziamenti straordinari volti a supportare operazioni di leveraged buy out, nell'ipotesi di un'operazione di LBO di medio-piccole dimensioni (con Enterprise Value compreso tra Euro 20 ed Euro 50 Milioni), con un grado di leva non elevato (50% Equity - 50% Acquisition Financing), con un rapporto di leva compreso tra le 2,5 e le 3,5 volte l'EBITDA e ricorrendo ad un classico finanziamento a medio-lungo ammortising a 6 anni, sono stati caratterizzati da un costo espresso in termini di percentuale di Spread oltre l'Euribor (durante i periodi di crisi "non acuta") pari a circa 250-350 Basis Points.

Nei periodi più "acuti", quale quello attuale, tale costo si è portato a circa 350-500 Basis Points.

L'incremento improvviso del costo del finanziamento dal punto di vista di un "osservatore" esterno al sistema creditizio sembra sia imputabile non solo ad un incremento del costo medio della raccolta, ma anche ad una ben più grave e repentina carenza di liquidità del sistema creditizio, che va ad incidere direttamente sui processi decisionali di allocazione delle risorse finanziarie "scarse" del sistema stesso.

In un cosiddetto processo di "fly to quality", in un sistema che evidentemente considera i leveraged buy out operazioni con un grado di rischio finanziario molto elevato indipendentemente dalle specificità dell'operazione, il sistema creditizio nelle poche occasioni in cui opta per finanziare tali operazioni lo fa pressoché raddoppiando i costi del finanziamento stesso.

*Alessio Manigrasso - Investment Manager
Argos Soditic
amanigrasso@argos-soditic.com*

IL PRIVATE EQUITY È UNO STRUMENTO DI CREAZIONE DI VALORE PER LE IMPRESE ?



Il private equity è uno strumento di creazione di valore per le imprese? Questo tema è stato ed è ancora molto dibattuto all'interno della comunità finanziaria soprattutto alla luce della profonda crisi-macroeconomica vissuta negli ultimi due anni che sembrava aver minato alla base le ragioni stesse di esistenza del private equity.

Ernst & Young ha provato a dare una risposta a questa domanda attraverso uno studio incentrato sui disinvestimenti effettuati dai fondi di private equity nel 2010 in ambito europeo.

I risultati emersi mostrano la capacità del private equity, non solo di resistere e sopravvivere alle fasi di forte recessione finanziaria e industriale, ma anche di realizzare dei ritorni sul capitale investito decisamente superiori rispetto a quelli attualmente offerti dal mercato borsistico.

Lo studio di Ernst & Young ha anche individuato i due fattori determinanti per le performance ottenute dai fondi di private equity: incremento costante dei margini operativi aziendali (sempre superiore al 2% negli ultimi 6 anni), perseguito soprattutto con una crescita organica delle società del portafoglio, e un maggior supporto strategico e operativo da parte del team di investimento all'imprenditore o al manager.

Tali evidenze assumono un significato ancora maggiore in riferimento al contesto economico e industriale italiano caratterizzato negli ultimi anni da una scarsa competitività del tessuto industriale, dalla illiquidità del sistema bancario e dalla mancanza di una cultura imprenditoriale strutturata e consolidata.

In questo scenario gli operatori di private equity hanno quindi deciso di perseguire strategie di valorizzazione dei propri asset basate su un concreto sviluppo industriale delle società partecipate (internazionalizzazione, sviluppo prodotti, investimenti interni), svincolandosi il più possibile da logiche puramente finanziarie come l'arbitraggio sui multipli e il re-leverage.

*Umberto Nobile, Partner, MED (Italy, Spain, Portugal) Private Equity Lead
Ernst & Young
umberto.nobile@it.ey.com*

IL MERCATO DEI PRINCIPI ATTIVI PER L'INDUSTRIA FARMACEUTICA



Il mercato mondiale dei principi attivi per l'industria farmaceutica pari a 26 miliardi di dollari nel 2010 continuerà a crescere a doppia cifra nei prossimi anni trainato da diversi fattori.

La domanda finale di farmaci e prodotti da banco è infatti influenzata in maniera positiva dall'invecchiamento della popolazione, da stili di vita a rischio nei paesi occidentali ed anche dalla maggiore offerta di cure sanitarie nei paesi emergenti.

In termini di offerta le grandi aziende farmaceutiche stanno esternalizzando la produzione sia di farmaci finiti sia di principi attivi così come la progressiva genericazione di una parte importante e crescente dei loro portafogli sta creando ulteriori opportunità per i produttori indipendenti.

A fronte di un mercato interessante occorre però rilevare un processo significativo di concentrazione dell'offerta per raggiungere volumi e dimensioni adeguate a sfruttare economie di scala in acquisti e produzione, ricerca e sviluppo, vendite e marketing e poter competere in uno scenario globale in cui sono ormai presenti forti produttori di paesi di recente industrializzazione. I fondi di private equity possono essere

partner privilegiati per sostenere questo processo di concentrazione e crescita ed, in effetti, diverse operazioni sono state realizzate negli ultimi anni in Europa ed in Italia (ad esempio, Infa Labochim, Farmabios, Euticals, Archimica).

Un recente esempio di successo è costituito dalla vicenda di Euticals, azienda italiana con quartier generale a Lodi. Qualche anno fa l'azienda, di proprietà della famiglia Carinelli, contava 4 stabilimenti in Lombardia e qualche decina di milioni di euro di fatturato. Oggi, grazie alla collaborazione con diversi fondi di private equity (Mandarin Capital Partners, Idea Capital Funds e Private Equity Partners) che ne hanno finanziato la strategia di crescita organica e per acquisizioni, Euticals è diventato il secondo produttore italiano e tra i principali leader del mercato mondiale con stabilimenti in 5 paesi (Italia, Francia, Regno Unito, Germania, Stati Uniti) ed un fatturato atteso nell'anno di oltre 200 milioni di euro.

*Giovanni Calia, Managing Director
L.E.K. Consulting
g.calia@lek.com*

STANDARD DI MERCATO E TREND DI SVILUPPO NEL PRIVATE EQUITY (DRAG-ALONG, TAG-ALONG, CORPORATE GOVERNANCE, ETC.)



A seguito della riforma del diritto societario del 2004, gli statuti di società per azioni ed in parte anche quelli delle società a responsabilità limitata possono contenere previsioni quali ad esempio i diritti di co-vendita, diritti di trascinarsi, clausole di riscatto, che prima della riforma potevano essere esclusivamente inserite nei patti parasociali. Questa innovazione è stata considerata positivamente in quanto offre alle parti di inserire nello statuto il contenuto dei patti parasociali, ancor più rilevante alla luce della contemporanea introduzione di un limite di cinque anni per la durata dei patti parasociali e con efficacia non solo tra le parti ma verso i terzi (inclusa la società).

Sulla base di una ricerca condotta su un campione di 70 statuti di portfolio companies italiane di operatori di private equity per operazioni chiuse tra il 2008 ed il 2010, si è analizzato se ed in che misura gli operatori di private equity si siano effettivamente avvalsi della maggiore flessibilità sul contenuto degli statuti consentita dalla riforma del diritto societario.

Dal campione iniziale si è giunti ad analizzare gli statuti di circa 45 società rilevanti per l'analisi, di cui 20 statuti di investimenti di maggioranza e 23 di minoranza.

Nella maggior parte degli investimenti, sia di maggioranza che di minoranza, la forma societaria maggiormente utilizzata per la portfolio company è la S.p.A. Tale preferenza è ancor più evidente nelle ipotesi in cui il fondo acquisisca una quota di minoranza (19 casi su 23). Ciò è in linea con le aspettative in quanto, nelle ipotesi in cui sia in una posizione di minoranza, il fondo ha necessità di adottare rigorose cautele a protezione del proprio investimento ed invece, in una società a responsabilità limitata, per vincoli normativi, tali cautele non possono essere previste.

Un dato particolarmente interessante emerso dalla ricerca è quello della direzione e coordinamento. Infatti nel 35% degli investimenti di maggioranza analizzati nella ricerca il fondo ha indicato presso il Registro delle Imprese se stesso come soggetto esercente direzione e coordinamento nei confronti della target, con tutto quello che ne consegue in termini di responsabilità da direzione e coordinamento verso i soci di minoranza ed i creditori. Senza dilungarsi in questa sede, AIFI si era occupata specificamente di questo punto in passato analizzando il tema dell'applicabilità di tale normativa nel contesto del private equity; e si era giunti alla conclusione che, in linea generale, il fondo non svolge normalmente attività di direzione e coordinamento, anche nelle ipotesi in cui possieda una partecipazione di maggioranza. Sarebbe interessante

verificare se tale comunicazione è dovuta ad un potenziale errore per incomprensione del tema o corrisponde alla realtà.

La ricerca mostra anche come solo nel 56% degli investimenti di minoranza lo statuto contiene diverse classi di azioni. Ci si sarebbe aspettata una percentuale più alta considerata la portata dello strumento che consente una più semplice gestione dei diritti attribuiti ad alcuni soci attraverso proprio la classe di azioni.

Quanto alla preferenza in favore del fondo nel caso di distribuzione dei dividendi o di distribuzione dell'attivo in caso di liquidazione della società, è emerso che in 1 solo caso su 23 investimenti di minoranza lo statuto contiene una clausola di tal genere. Dato sorprendente, considerato che l'assenza di una preferenza in statuto rende difficile l'esercizio di tale diritto contrattualmente.

Tra le altre pattuizioni contenute negli statuti analizzati, quali voto di lista o nomina degli amministratori per classi, ipotesi di recesso convenzionali, clausola arbitrale, vale la pena di soffermarsi sul diritto di co-vendita – cd. tag-along, che è presente nel 56% degli investimenti di minoranza a favore del fondo. Ci si sarebbe aspettati un utilizzo maggiore di tale strumento. Stesso ragionamento vale per il diritto di trascinarsi – cd. drag-along – in favore del fondo presente solo nel 35% circa degli investimenti di maggioranza. Vale la pena sottolineare come in termini di trends si nota un crescente utilizzo del drag-along statutario dal 2008 al 2010, forse anche dovuto al dibattito sorto in merito a tale clausola nel 2008 tra dottrina e giurisprudenza.

In conclusione, la ricerca conferma molte delle aspettative in relazione alla maggior parte dei temi analizzati. In alcuni casi tuttavia, i risultati sembrano non essere in linea con dette aspettative come ad esempio nel caso della direzione e coordinamento e del tag-along. In generale, sembra potersi concludere che gli operatori di private equity in molti casi ancora optano per non includere le tipiche pattuizioni "parasociali" nello statuto.

Probabilmente ciò è il frutto di una combinazione di una serie di fattori: (a) resistenza al cambiamento (path dependance); (b) complessità tecnico-giuridica (e conseguente possibile incremento di tempi e costi) derivante dalla inclusione nello statuto delle clausole "parasociali".

*Manuela Cavallo, Partner
Portolano Colella Cavallo Studio Legale
mcavallo@portolano.it*

LE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA NEL 3° TRIMESTRE 2011

Società Target	Investitori	Tipologia operazione	Regione	Settore
REM (Revolution Energy Maker)	Futurimpresa SGR	Expansion	Lombardia	Cleantech
Viabizzuno	21 Investimenti	Buy Out	Emilia Romagna	Beni di consumo
La Gardenia	Bridgepoint Capital	Buy Out	Toscana	GDO
ToyWatch	J.Hirsh&Co	Expansion	Lombardia	Beni di consumo
Sorgent.e	Amber Capital Italia SGR	Expansion	Veneto	Servizi finanziari
Eco Eridania	Fondo Italiano d'Investimento SGR	Expansion	Liguria	Cleantech
TrueStar Group	Fondo Italiano d'Investimento SGR	Expansion	Lombardia	Terziario avanzato
Sanlorenzo	Fondo Italiano d'Investimento SGR	Expansion	Liguria	Nautico
Arbo	Ersel Investment Club	Buy Out	Marche	Prodotti per l'industria
Intercos Group	Tamburi Investment Partners	Replacement	Lombardia	Beni di consumo
Berkel	Futurimpresa SGR	Expansion	Lombardia	Prodotti per l'industria
Masotina	Pioneer Point Partners	Buy Out	Lombardia	Cleantech
Moncler	Eurazeo	Buy Out	Lombardia	Beni di consumo
Gruppo MCS (Già Desa International)	Alcedo SGR	Buy Out	Veneto	Prodotti per l'industria
Masi Agricola	Alcedo SGR	Expansion	Veneto	Alimentare
Cesare Ragazzi	Advicorp Limited	Buy Out	Friuli	Terziario avanzato
Pavan	IMI Investimenti	Expansion	Veneto	Beni per l'industria
Amut	Fondo Italiano d'Investimento SGR	Expansion	Piemonte	Prodotti per l'industria
Parco Faunistico Zoom	Ersel Investment Club	Expansion	Piemonte	Leisure

Fonte: www.privateequitymonitor.it

Argos Soditic Group, nato nel 1989, con sedi a Parigi, Milano e Ginevra, è un investitore istituzionale indipendente che opera nel settore del capitale di rischio, effettuando investimenti nel Sud Europa, in particolar modo in Francia, Italia e Svizzera. Argos Soditic agisce in qualità di advisor per i Fondi Argos Soditic, ricercando partecipazioni di maggioranza e finanziando operazioni sul capitale quali management buy-out, management buy-in, carve-out, aumenti di capitale a sostegno dello sviluppo e operazioni di espansione.

Per ulteriori informazioni www.argos-soditic.com

Ernst & Young, società leader nei servizi professionali a livello mondiale, ha sviluppato un approccio al mondo imprenditoriale e al Private Equity che tiene in considerazione le peculiarità e esigenze degli stessi, affiancando gli imprenditori nell'individuazione delle loro esigenze (vedi passaggio generazionale, crescita internazionale, finanziamento di nuovi investimenti) e nell'analisi di come le stesse si coniugano con le logiche degli operatori di Private Equity. Il supporto che Ernst & Young è in grado di dare in un operazione di Private Equity si articola in un paniere di servizi professionali mirati ad affiancare sia gli imprenditori che i fondi di Private Equity. Tali servizi, che sono rivolti alle società di gestione, ai fondi e alle stesse società partecipate, si adattano alle fasi tipiche delle rispettive attività: identificazione di possibili scenari di operazioni di investimento, strutturazione delle transazioni, business modelling, assistenza al fund raising, supporto alla transazione e attività di due diligence, revisione e assistenza contabile, ed altri..

Per ulteriori informazioni www.ey.com

Fondo Italiano d'Investimento SGR è la società di gestione del primo fondo di private equity costituito su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze, in collaborazione con ABI, Cassa Depositi e Prestiti, Confindustria, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena e Unicredit. Il Fondo Italiano di Investimento, che ad oggi gestisce un patrimonio pari a 1,2 miliardi di Euro, opera sia attraverso acquisizioni di quote di minoranza a sostegno dello sviluppo di imprese italiane aventi fatturato superiore ai 10 milioni di Euro, sia investendo, in qualità di fondo di fondi, in altri veicoli di private equity aventi caratteristiche coerenti con gli obiettivi del Fondo stesso.

Per ulteriori informazioni www.fondoitaliano.it

L.E.K. Consulting è una delle principali società internazionali di consulenza strategica nata a Londra nel 1983 ed oggi attiva in tutto il mondo con 20 uffici in 13 diversi paesi. Il 25% dei nostri clienti è tra le 200 maggiori società a livello globale. I nostri tratti distintivi sono il rigore analitico, la dedizione al cliente, l'orientamento al risultato. Facciamo nostre le sfide delle aziende clienti e aiutiamo il management a prendere e ad attuare le giuste decisioni di business. L.E.K. è il partner di riferimento degli operatori di private equity di successo che assistiamo in una prospettiva di creazione di valore lungo tutto il ciclo di vita dell'investimento.

Per ulteriori informazioni www.lek.com

Portolano Colella Cavallo Studio Legale assiste fondi di venture capital e private equity, e si occupa di operazioni di leveraged e management buyout. Il team comprende professionisti senior con esperienza in tutti gli aspetti del Private Equity: societario, fiscale, finanziario, normativo, ecc. Tutti i partner di private equity sono riconosciuti individualmente nei ranking internazionali nei rispettivi settori di competenza e la practice M&A è riconosciuta in Chambers Global, Chambers Europe, Legal500, Which lawyer? e Who's Who Legal. L'azienda è passata da 4 professionisti nel 2001 a più di 40 tra Milano e Roma. Grazie ad

un'attenzione costante al servizio, all'eccellenza tecnica, e all'innovazione, Portolano Colella Cavallo è l'unico studio legale italiano incluso - sia nel 2009 e nel 2010 - nel "Financial Times Law 50", classifica dei 50 studi legali più innovativi in Europa. Nel 2011, lo Studio è stato insignito del "Chambers Legal Award for Excellence 2011" per il servizio ai clienti.

Per ulteriori informazioni www.portolano.it

Università Carlo Cattaneo – LIUC nasce nel 1991 per iniziativa dell'Unione degli Industriali della Provincia di Varese. L'offerta si articola nei corsi di laurea in Economia Aziendale, Giurisprudenza e Ingegneria Gestionale. Tra i Master, anche uno dedicato al Merchant Banking, giunto alla dodicesima edizione. La rete delle relazioni internazionali attribuisce alla LIUC il primato, tra le università italiane, per numero di studenti che svolgono periodi all'estero in rapporto alla popolazione studentesca. Il costante contatto con il mondo delle imprese garantisce un'ampia offerta di stage e il tempo medio di attesa per l'inserimento nel mondo del lavoro è di soli due mesi e mezzo.

Per ulteriori informazioni www.LIUC.it

Private Equity Monitor - PEM[®] è un Osservatorio nato nel 2001 presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC che si propone di sviluppare un'attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati in Italia, al fine di offrire a operatori, analisti, ricercatori e referenti istituzionali informazioni utili per lo svolgimento delle relative attività. Attraverso l'analisi e la diffusione delle informazioni raccolte in via disaggregata, il PEM[®] si propone di fornire un punto di vista esclusivo del mercato sia con riferimento agli investitori, sia alle imprese potenziali target d'investimento. L'Osservatorio dispone di un database con oltre 1.000 operazioni censite consultabile on-line.

Per ulteriori informazioni www.privateequitymonitor.it