

Empower your Knowledge.

MILANO | ITALY

PE Lab
*Private Equity
& Leveraged buy out*

e&m
economia & management

Il ruolo ed il comportamento dei Limited Partners italiani nel Private Equity

Laboratorio PE & LBO

7 luglio 2011

Con il patrocinio di:

Sponsors:

ANDAF
Associazione Nazionale
Direttori Amministrativi e Finanziari


ALVAREZ & MARSAL


INNOVIA ADVISORS


Experis™
ManpowerGroup


BEN
Business Engineering Network S.r.l.

PEDERSOLI e ASSOCIATI
STUDIO LEGALE
DI TANNO e ASSOCIATI
Studio Legale Tributario


CLESSIDRA

Agenda

Mercato:

- A che punto è la ripresa del mercato?
- La crisi sta riavvicinando le diverse aspettative di prezzo tra compratore e venditore?
- Come la banche stanno immaginando un nuovo rapporto con gli “equity sponsor“?

Ruolo dei Limited Partners:

- Nel contesto attuale come gli LP valutano il rapporto rischio rendimento del PE?
- Aumenteranno le allocazioni degli LP nel PE?
- Come gli LP valutano lo slittamento dei tempi di rientro legato alle difficoltà di exit?
- Quale giudizio danno gli LP sulla capacità di gestione delle situazioni di crisi del portafoglio?

Empower your Knowledge.

MILANO | ITALY

PE Lab
*Private Equity
& Leveraged buy out*

Il mercato del Private Equity nel 2010

V. Conca, V. Riccardi

7 luglio 2011

Con il patrocinio di:

Sponsors:



PEDERSOLI e ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

DI TANNO e ASSOCIATI
Studio Legale Tributario



Il mercato italiano

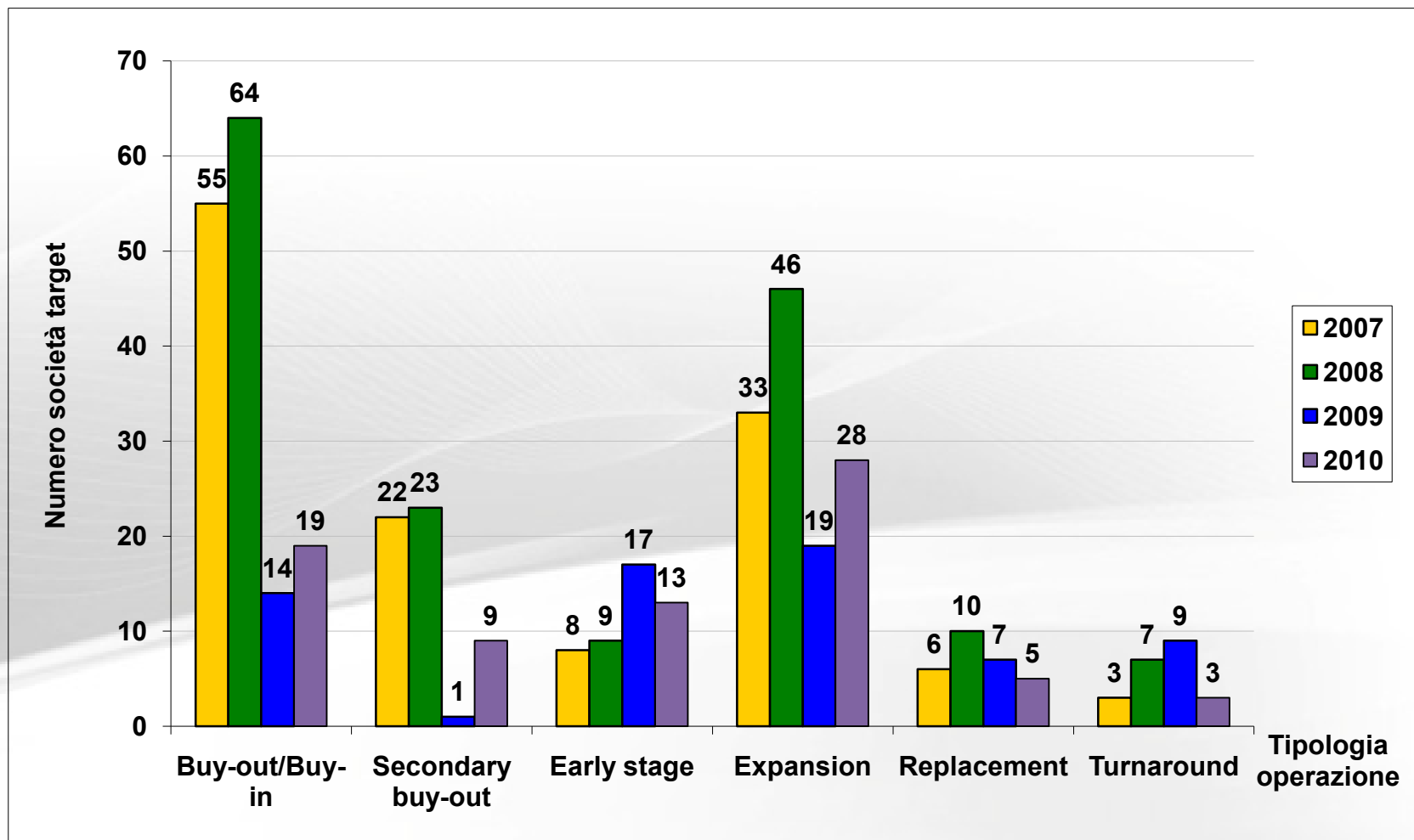
Il mercato italiano: stock e flussi in/out

Mercato italiano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Società acquisite	135	99	94	96	88	103	130	127	159	68	77
Operazioni di add on	3	0	2	2	1	4	4	21	19	12	11
N. disinvestimenti totali	23	33	37	47	43	53	75	77	73	46	34
N. disinvestimenti parziali	4	2	6	8	12	12	11	13	9	6	12
- partecipazioni detenute da oltre 4 anni	0%	15,2%	5,4%	17%	18,6%	28,3%	38,7%	39%	32,9%	45,7%	44,1%
- partecipazioni detenute da oltre 6 anni	0%	0%	0%	2,1%	2,3%	5,7%	6,7%	14,3%	11%	28,3%	14,7%
Durata media way-out (anni)	1,4	2,4	2,4	2,7	3,2	3,5	3,9	4,1	3,5	4,6	4,4
N. partecipazioni in portafoglio	267	333	389	436	480	526	579	628	711	732	773
- da oltre 4 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	38,7%	38,5%	38%	38,9%	47,6%
- da oltre 6 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	21,6%	25%	25,6%	24,2%	28,5%
Variazione partecipazioni in portafoglio		24,7%	16,8%	12,1%	10,1%	9,6%	10,1%	8,5%	13,2%	3%	5,6%

Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Il mercato italiano

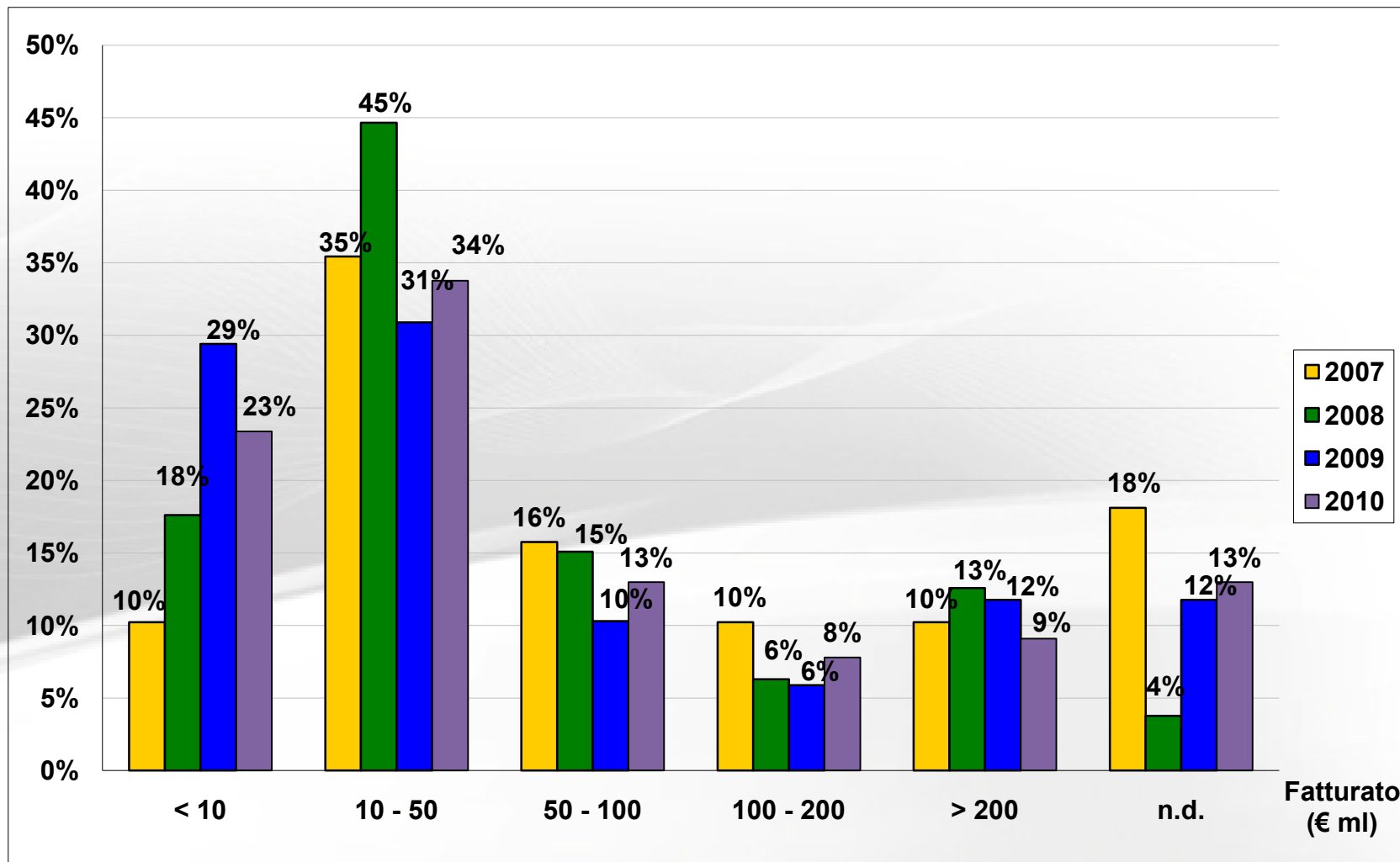
La distribuzione delle operazioni per tipologia



Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Il mercato italiano

La distribuzione delle società target per fatturato



Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Il mercato italiano

La struttura del mercato negli ultimi 4 anni

ANNO 2007			
Tipologia	Numero operazioni	% sul numero	Valore totale (€ ml)
Buy-out/Buy-in	55	43,3%	3.937,5
Secondary buy-out	22	17,3%	6.711,1
Totale LBO	77	60,6%	10.648,6
Early stage	8	6,3%	14,4
Expansion	33	26%	327,4
Replacement	6	4,7%	138,5
Turnaround	3	2,4%	129,6
Totale altre tipologie	50	39,4%	609,9
TOTALE OPERAZIONI	127	100%	
Operazioni di add on	21		

ANNO 2008			
Tipologia	Numero operazioni	% sul numero	Valore totale (€ ml)
Buy-out/Buy-in	64	40,2%	9.469,9
Secondary buy-out	23	14,5%	4.687,2
Totale LBO	87	54,7%	14.157
Early stage	9	5,7%	133,9
Expansion	46	28,9%	2.275
Replacement	10	6,3%	228
Turnaround	7	4,4%	73,2
Totale altre tipologie	72	45,3%	2.711
TOTALE OPERAZIONI	159	100%	
Operazioni di add on	19		

ANNO 2009			
Tipologia	Numero operazioni	% sul numero	Valore totale (€ ml)
Buy-out/Buy-in	14	20,6%	3.354
Secondary buy-out	1	1,5%	51
Totale LBO	15	22,1%	3.405
Early stage	17	25%	36,4
Expansion	20	29,4%	265
Replacement	7	10,3%	62,5
Turnaround	9	13,2%	161,1
Totale altre tipologie	53	77,9%	525,1
TOTALE OPERAZIONI	68	100%	
Operazioni di add on	12		

ANNO 2010			
Tipologia	Numero operazioni	% sul numero	Valore totale (€ ml)
Buy-out/Buy-in	19	24,7%	1.594,3
Secondary buy-out	9	11,7%	1.381,5
Totale LBO	28	36,4%	2.975,8
Early stage	13	16,9%	23,4
Expansion	28	36,3%	579,4
Replacement	5	6,5%	64,6
Turnaround	3	3,9%	46,6
Totale altre tipologie	49	63,6%	713,9
TOTALE OPERAZIONI	77	100%	
Operazioni di add on	11		

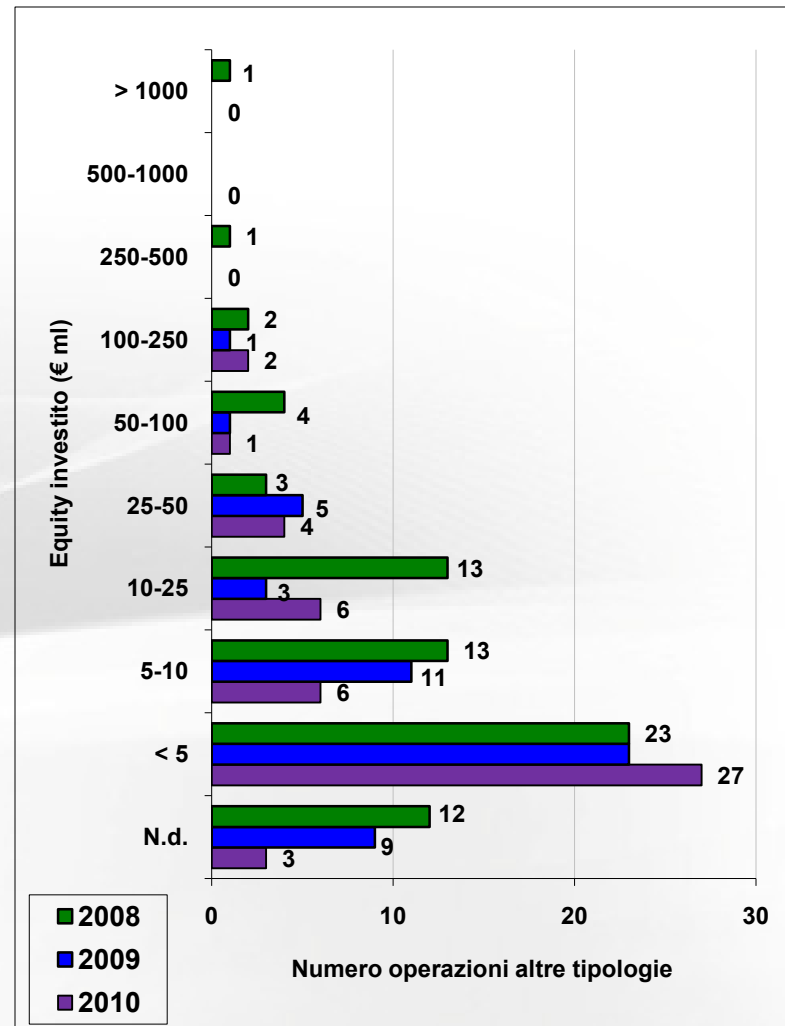
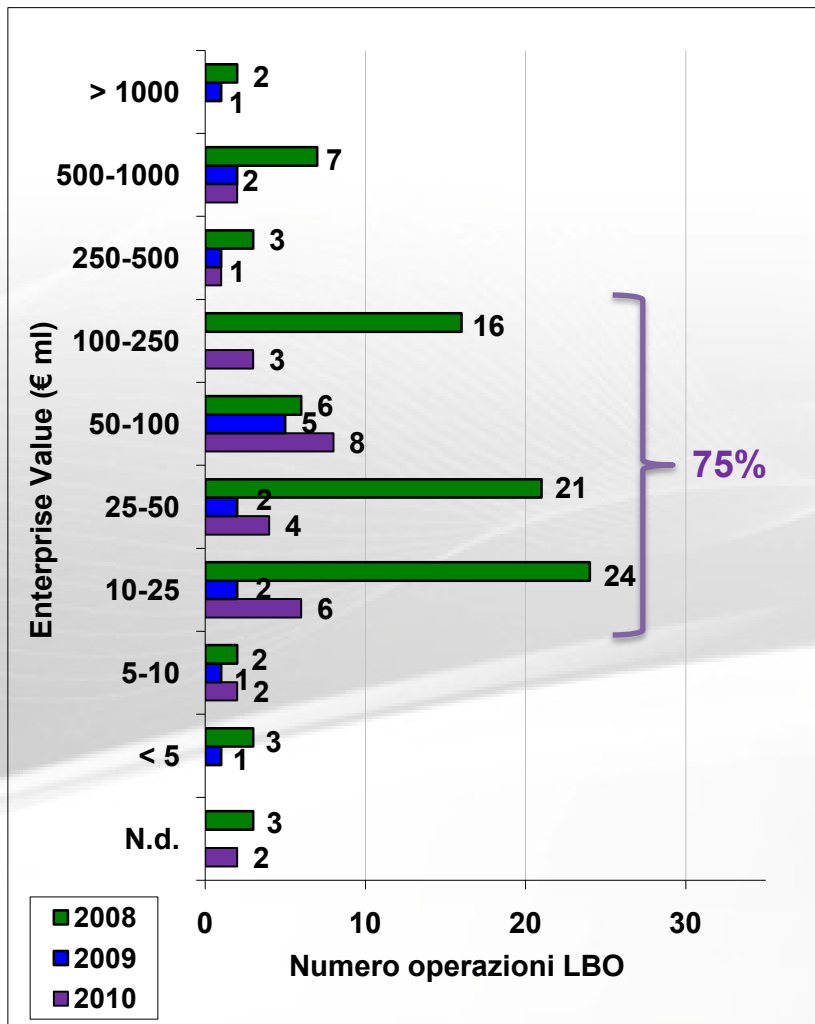
Il mercato italiano

LBO: valore totale delle operazioni per fasce di mercato

Market Size (Enterprise Value)	Totale 2008 (€ ml)	%	Totale 2009 (€ ml)	%	Totale 2010 (€ ml)	%
Small market (<10ml)	33	0,3%	12,5	0,4%	18,4	0,6%
Lower mid market (10-50ml)	1.279,9	9%	102	3%	248,4	8,4%
Mid market (50-250ml)	2.673,1	18,9%	336	9,8%	1.059	35,6%
Upper mid market (250-500ml)	1.275	9%	350	10,3%	280	9%
Large market (500-1000ml)	4.787,6	33,8%	1.105	32,4%	1.370	46%
Big market (>1000)	4.108,4	29%	1.500	44,1%	0	0%
Totale	14.157	100%	3.405	100%	2.975,8	100%

Il mercato italiano

La distribuzione delle operazioni per range di valore

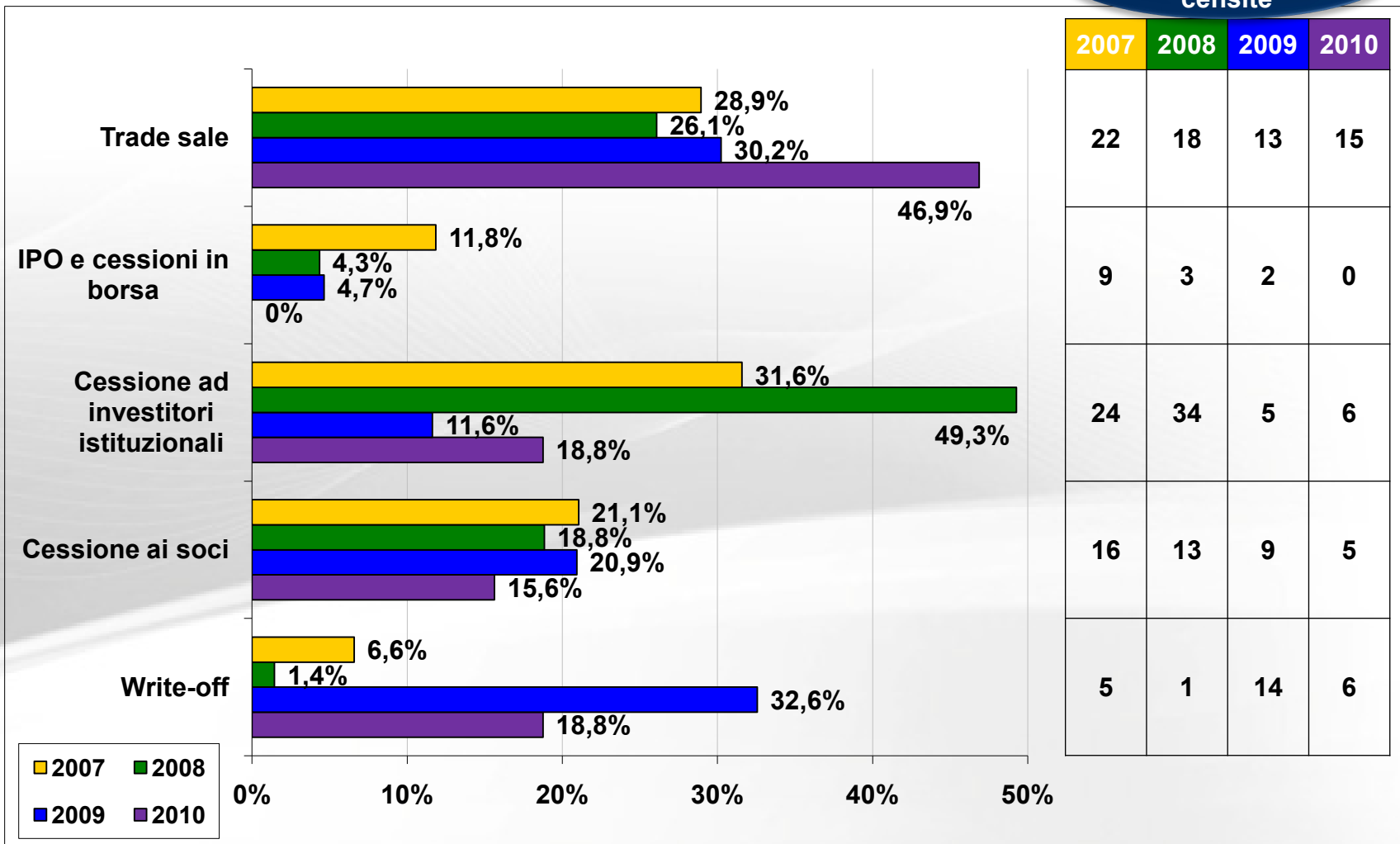


Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Il mercato italiano

Dismissioni per tipologia

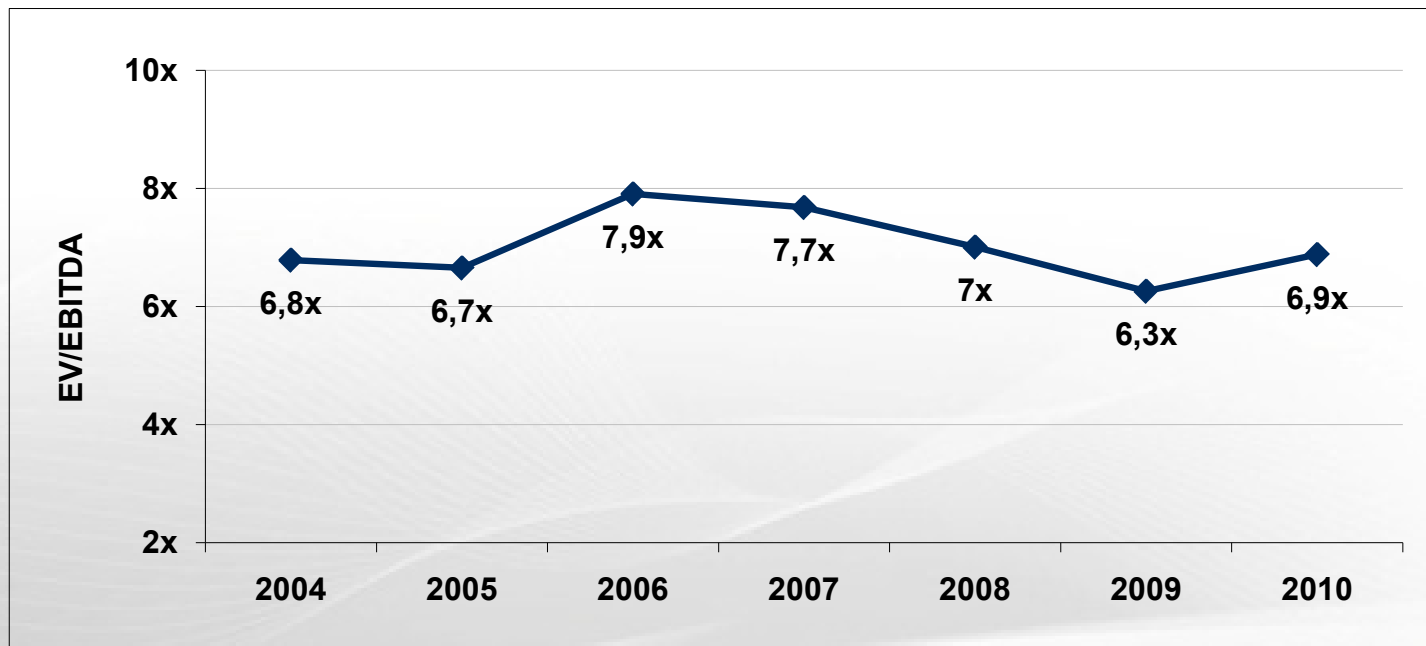
Numero di dismissioni censite



Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Analisi dei prezzi

Trend del multiplo medio EV/EBITDA di ingresso

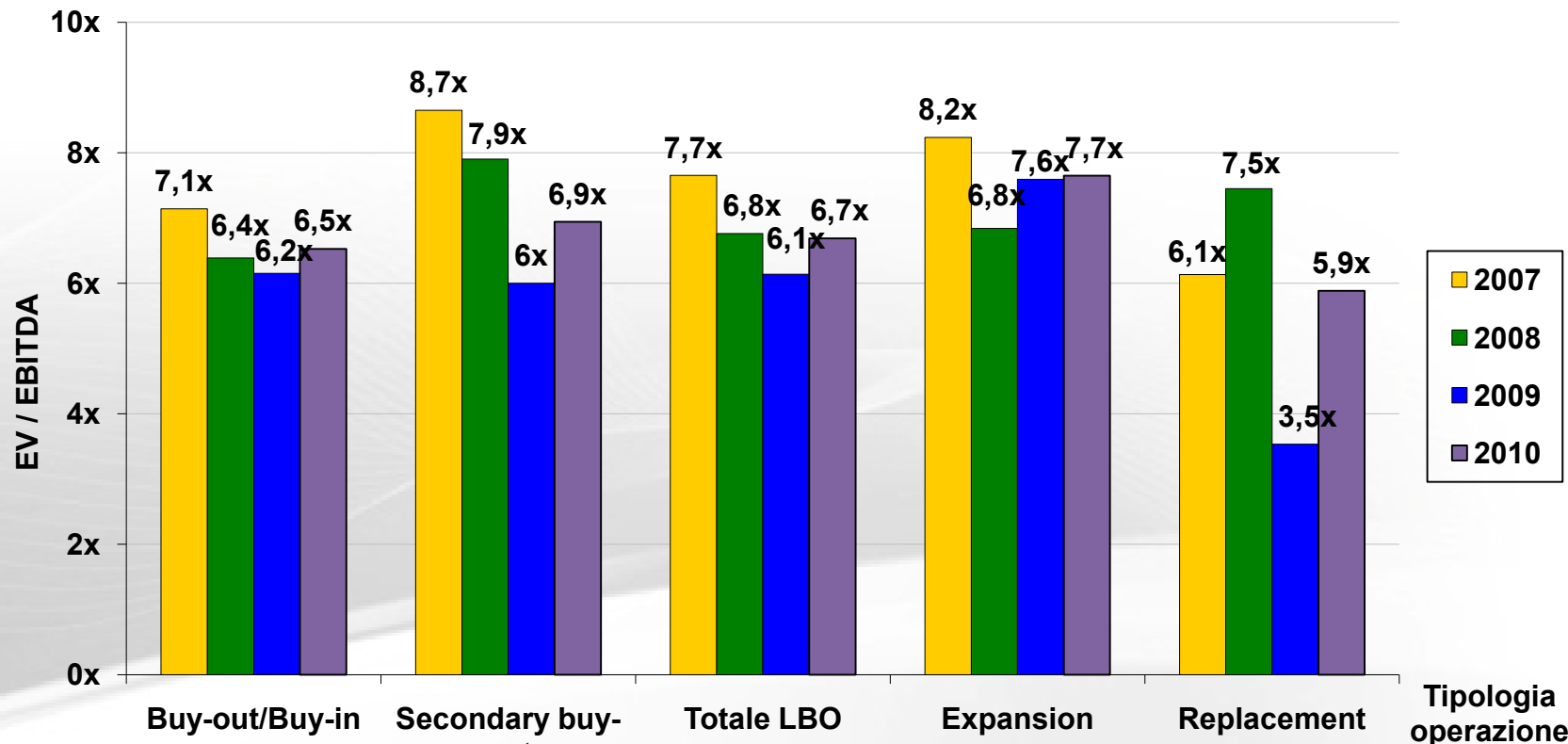


Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

EV/EBITDA	2008	2009	2010
< 4x	9%	11,1%	2,9%
4x - 6x	29%	40,8%	29,4%
6x - 8x	40%	33,3%	47,1%
> 8x	22%	14,8%	20,6%
Campione totale	100	27	34
N. deals con EV/EBIDTA > 10x	13	2	2

Analisi dei prezzi

Distribuzione del multiplo medio per tipologia



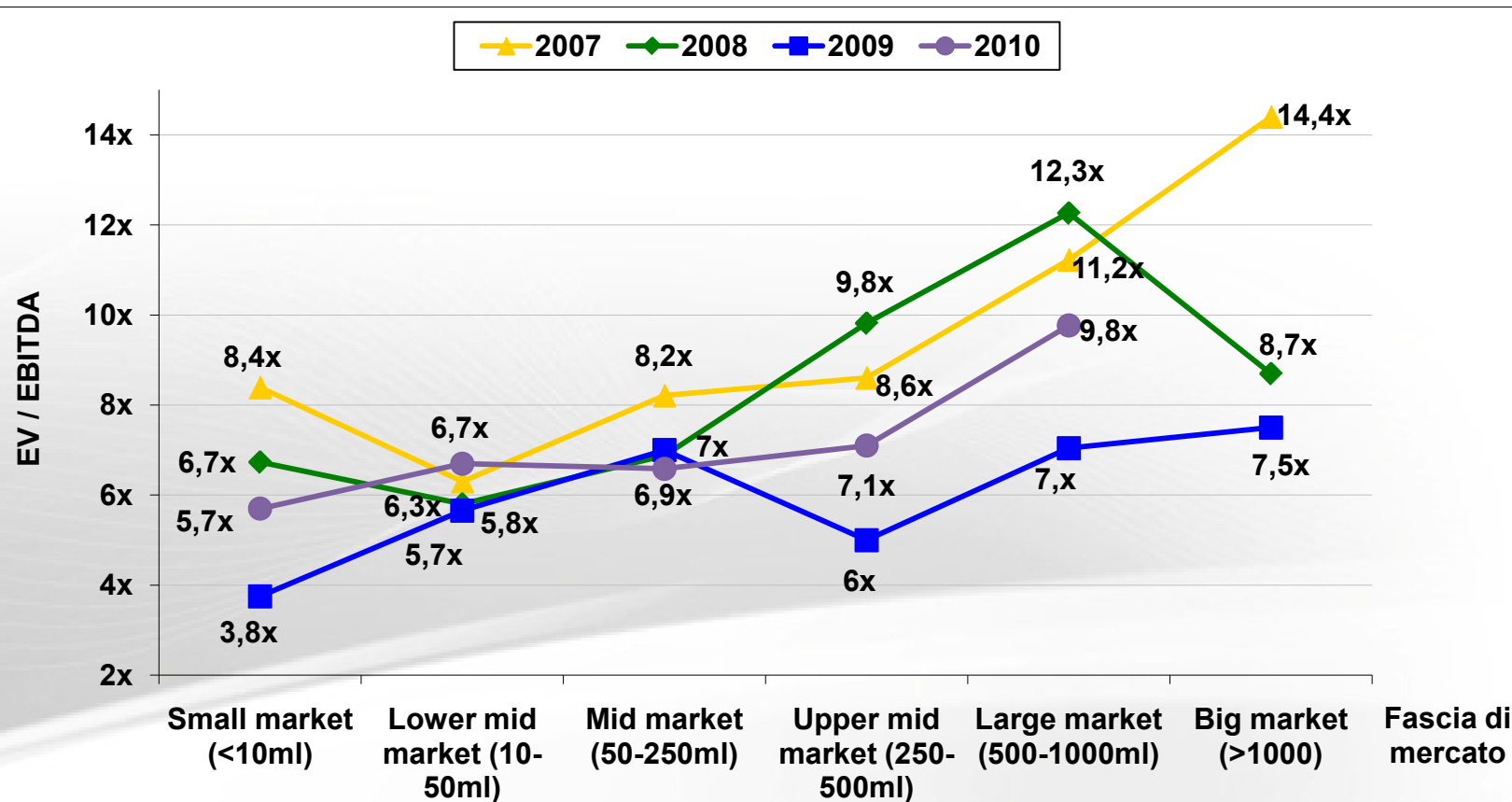
Campione

2007	37	19	56	17	3
2008	49	16	65	26	6
2009	11	1	12	9	3
2010	11	7	18	11	5

Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Analisi dei prezzi

Distribuzione del multiplo medio per fasce di mercato



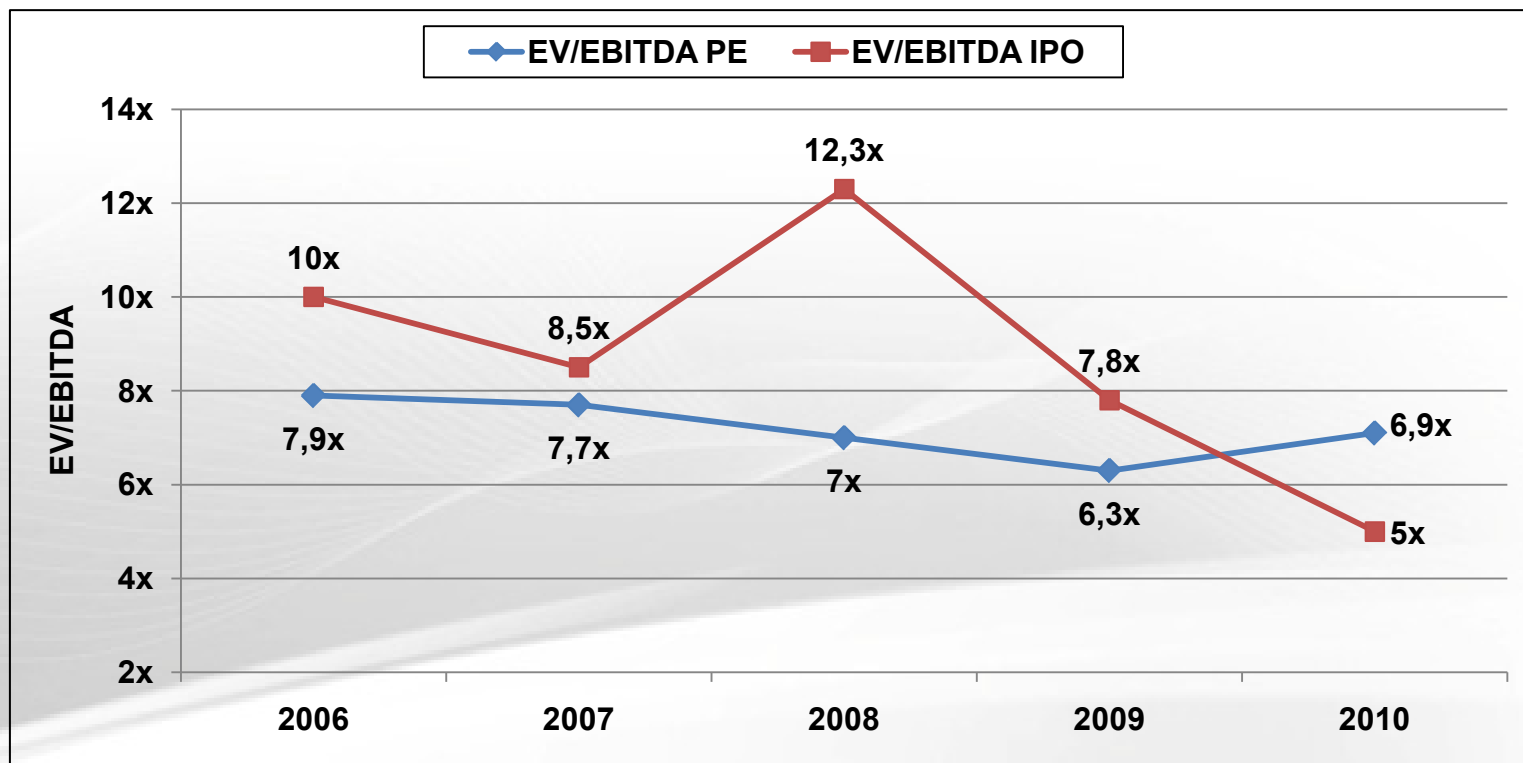
Campione

	2007	2008	2009	2010
Small market (<10ml)	5	8	2	2
Lower mid market (10-50ml)	32	49	9	16
Mid market (50-250ml)	27	27	11	12
Upper mid market (250-500ml)	8	5	1	1
Large market (500-1000ml)	4	9	3	3
Big market (>1000)	1	2	1	0

Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Confronto tra mercato azionario e mercato del Private Equity

Confronto multiplo EV/EBITDA tra IPO e PE in Italia

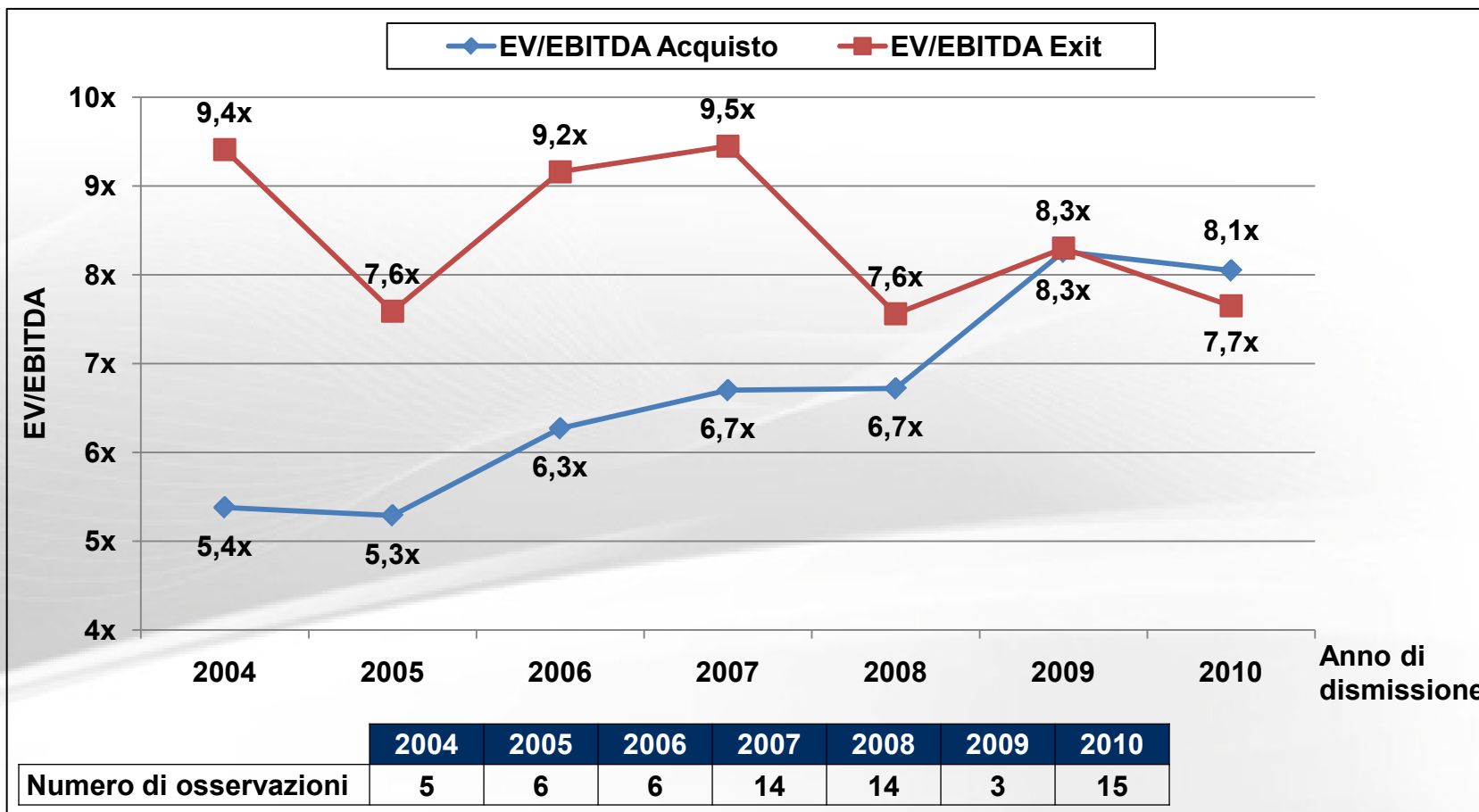


Confronto dei multipli EV/EBITDA medi per anno					
	2006	2007	2008	2009	2010
Campione PE	65	78	100	27	34
Campione Borsa	17	18	3	3	3

Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Analisi dei prezzi

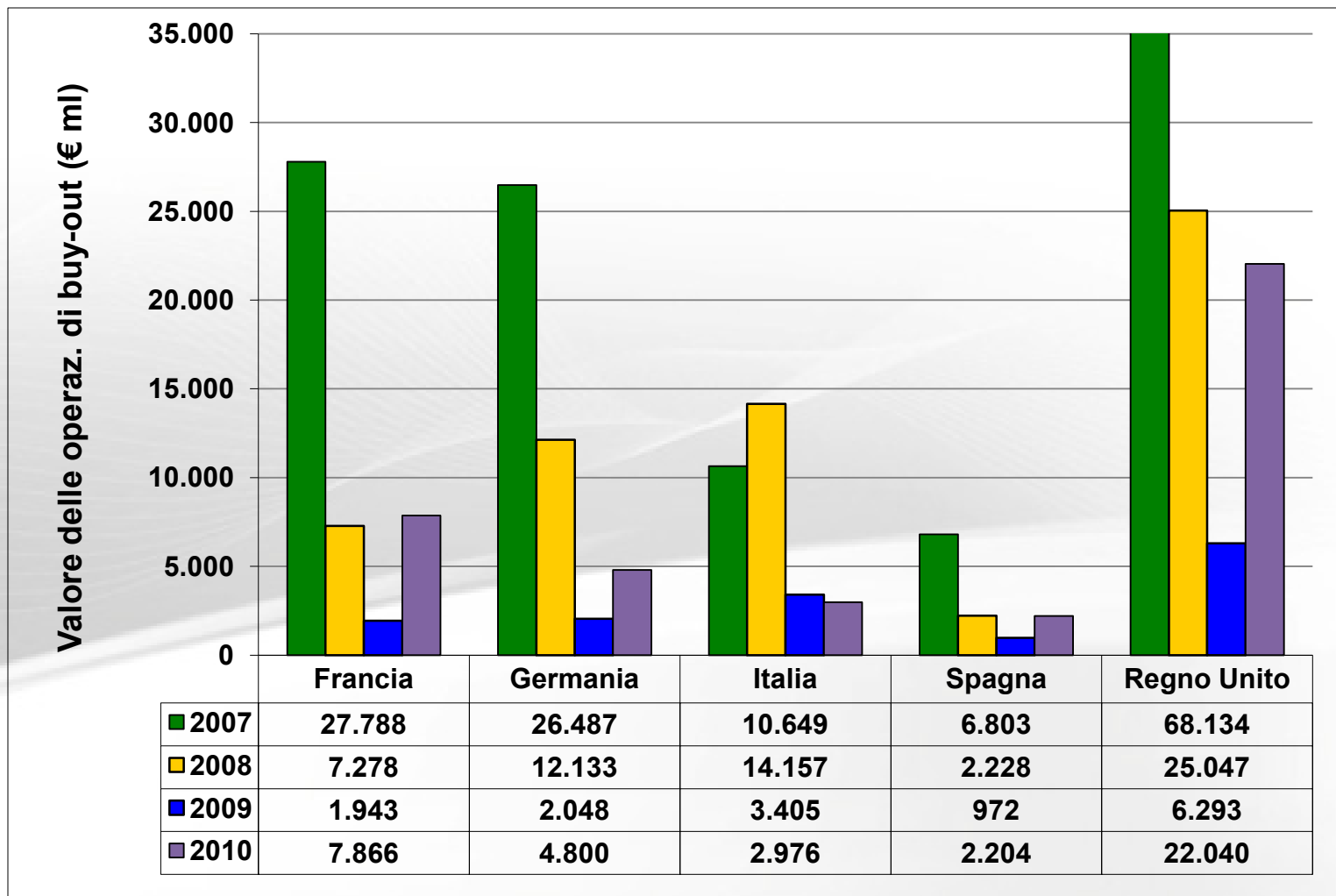
Arbitraggio sul multiplo medio EV/EBITDA acquisto-exit



Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Un confronto europeo

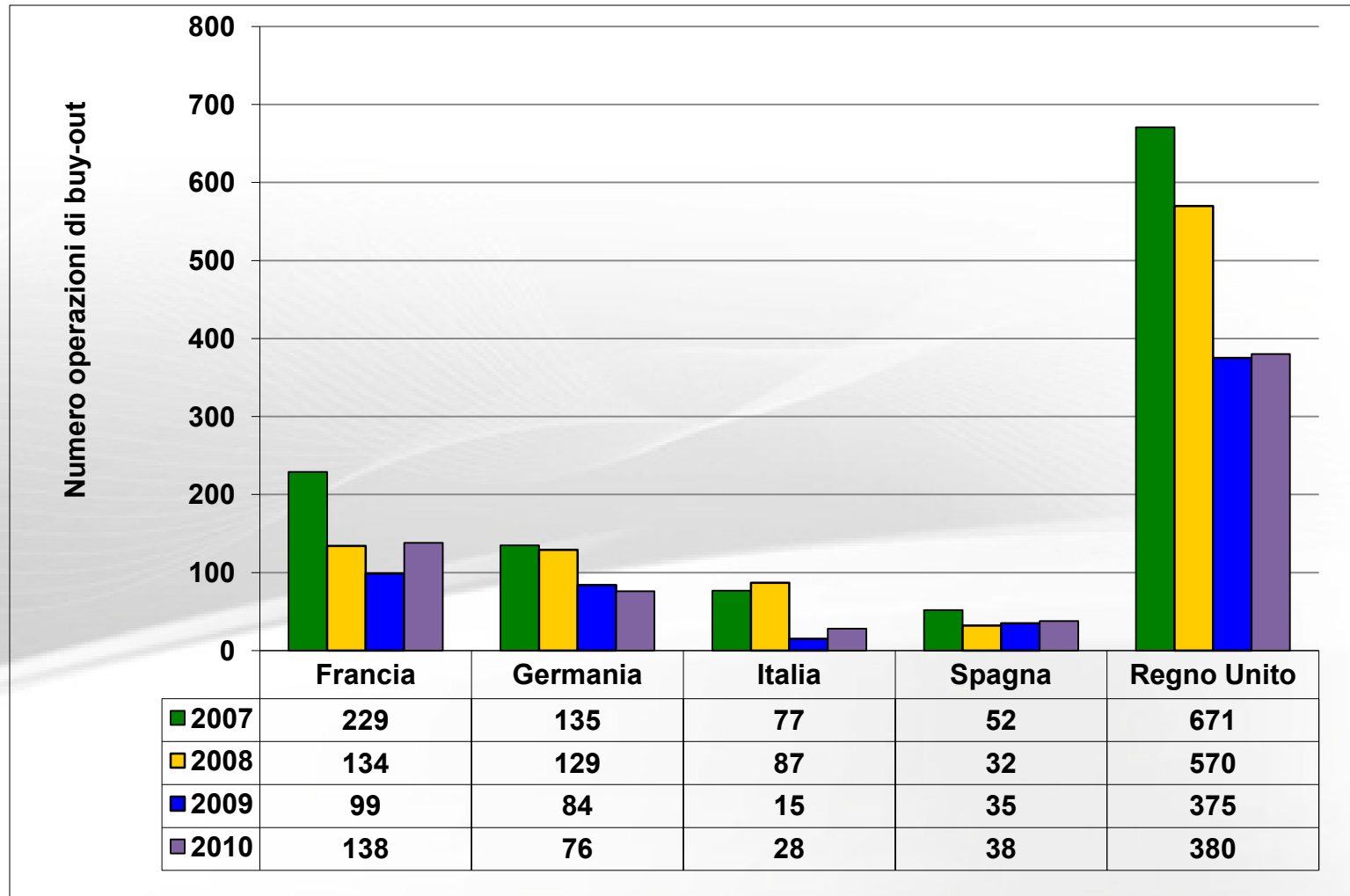
I buy out in Europa in valore



Fonte: CMBOR e Laboratorio PE & LBO

Un confronto europeo

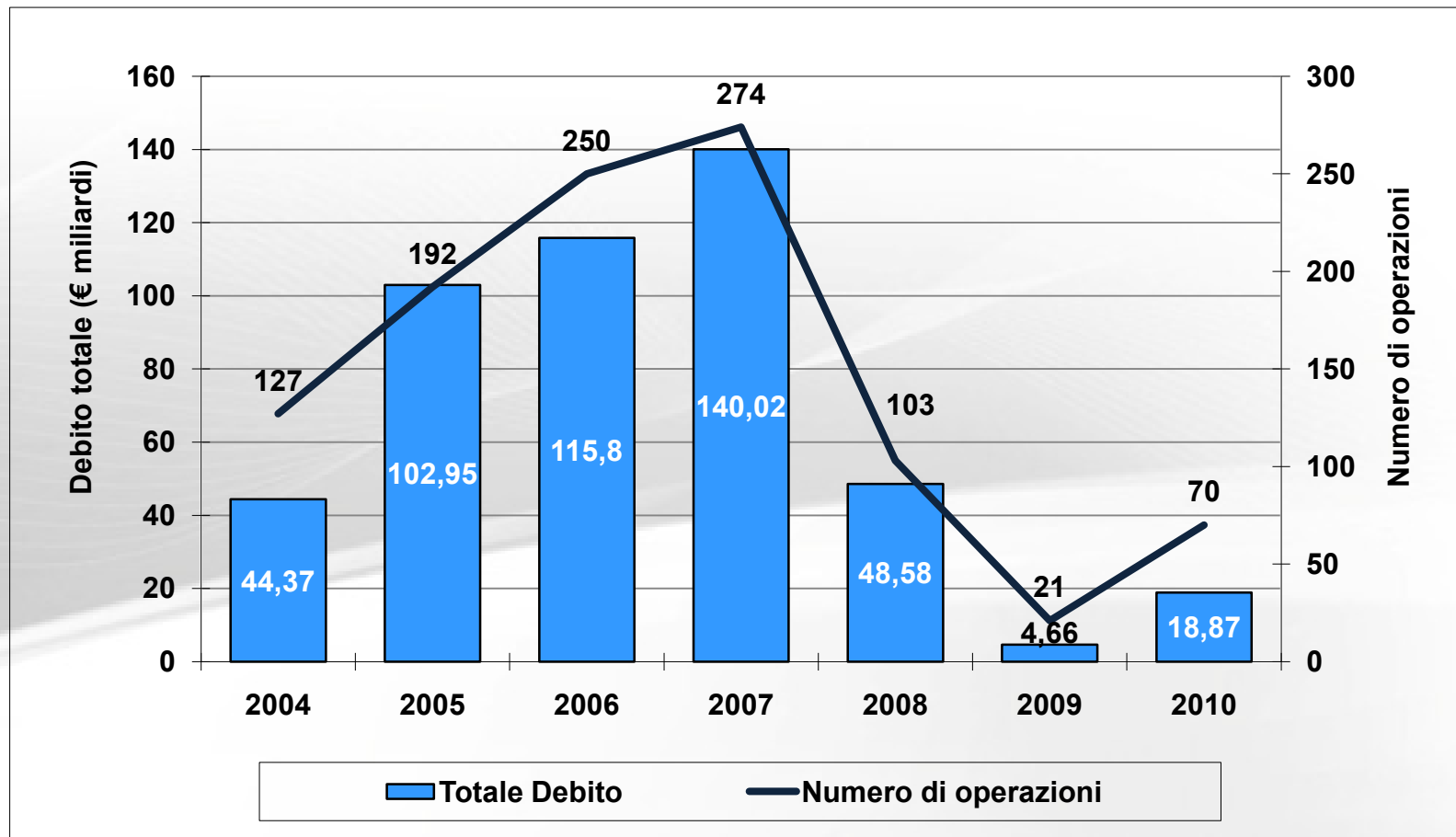
I buy out in Europa in numero



Fonte: CMBOR e Laboratorio PE & LBO

Il mercato delle operazioni a leva

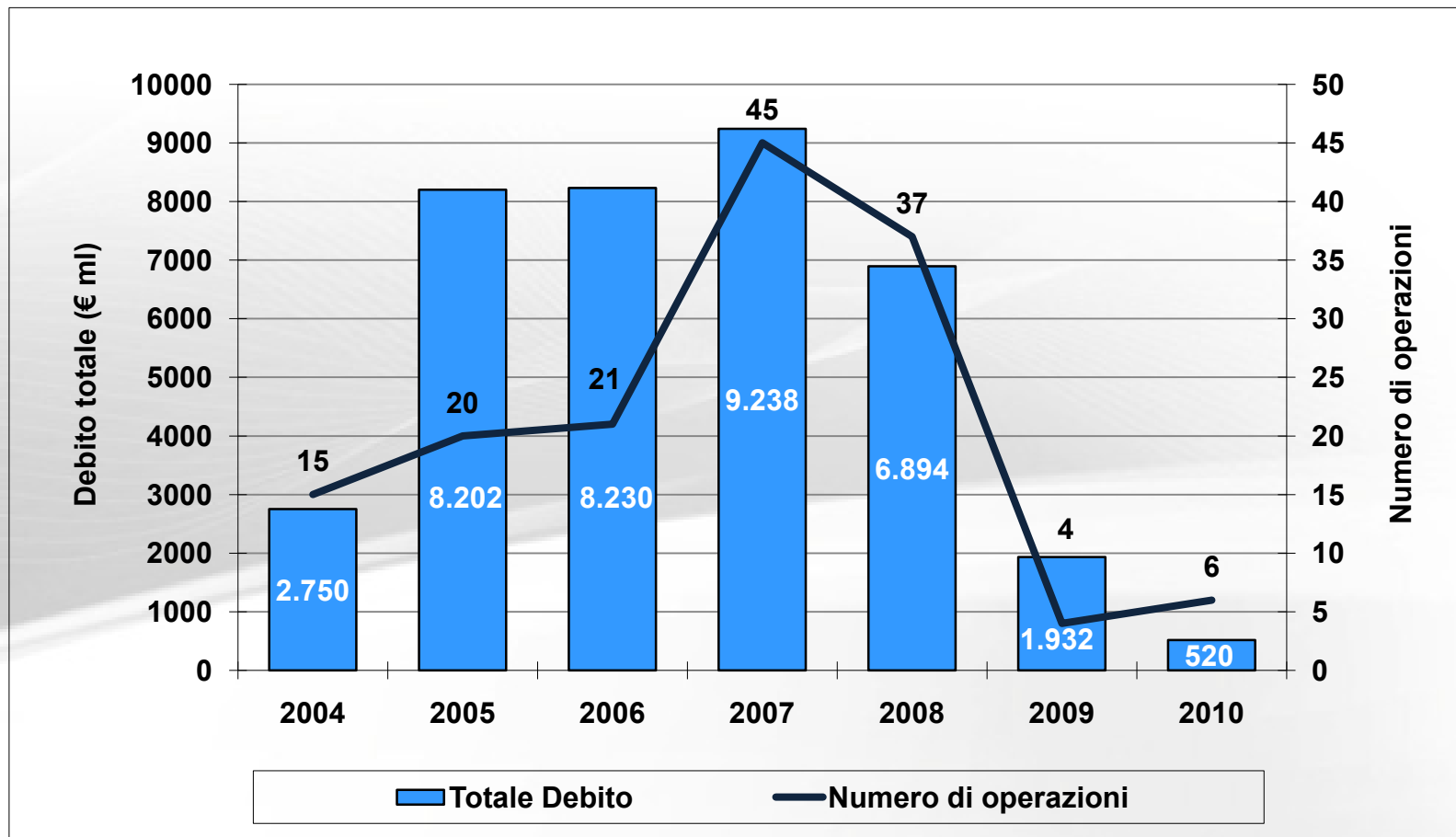
Debito emesso in Europa per le operazioni di LBO sindacate e numero di operazioni censite



Fonte: elaborazione Standard&Poor's LCD (Leveraged Commentary & Data) e Laboratorio PE & LBO

Il mercato delle operazioni a leva

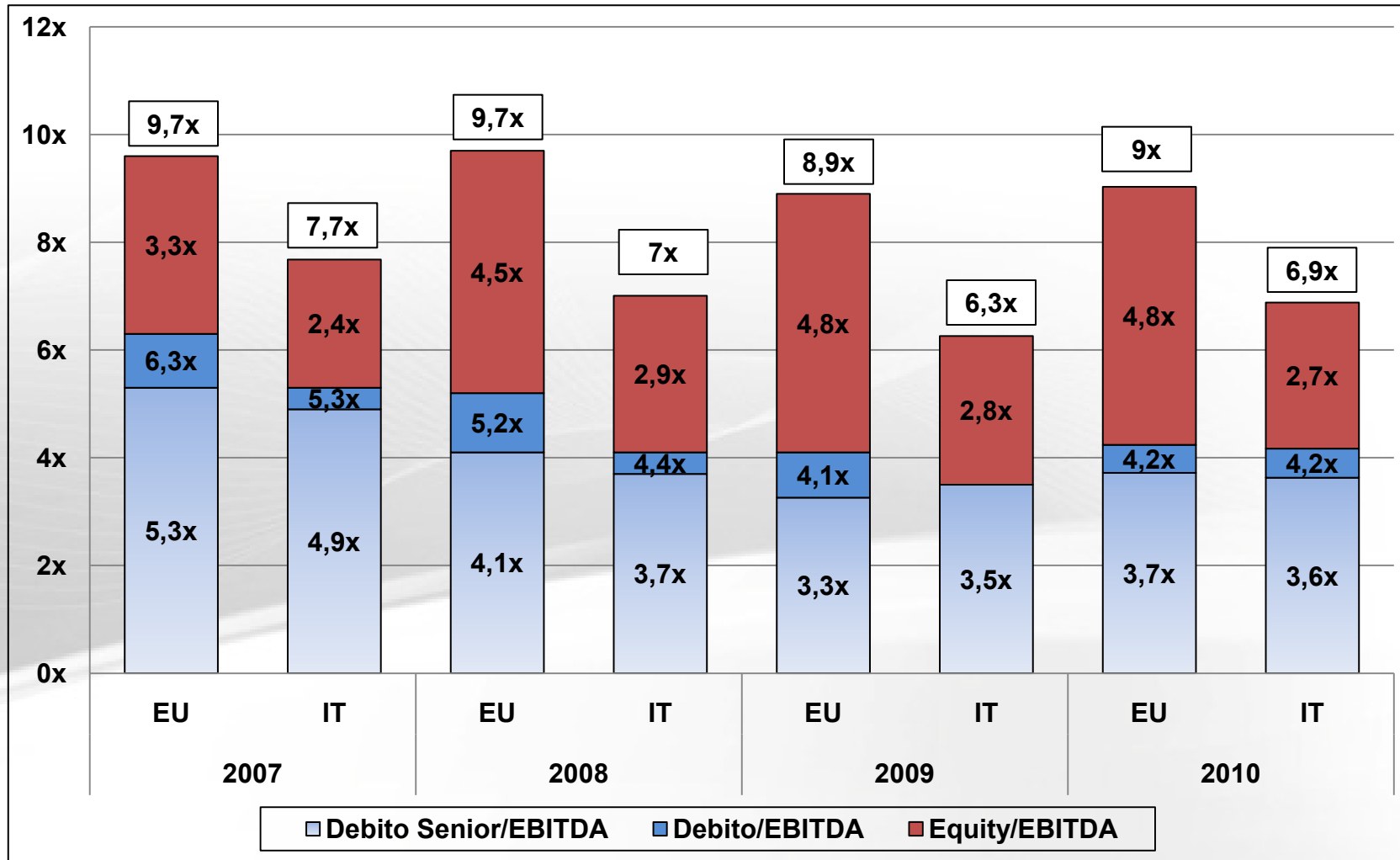
Debito emesso in Italia per le operazioni di LBO sindacate e numero di operazioni censite



Fonte: elaborazione Dealogic

Il mercato delle operazioni a leva

Fonti di finanziamento come multiplo dell'EBITDA



Fonte: elaborazione Standard&Poor's LCD (Leveraged Commentary & Data) e Laboratorio PE & LBO

Il mercato delle operazioni a leva

Condizioni del debito offerte negli LBO

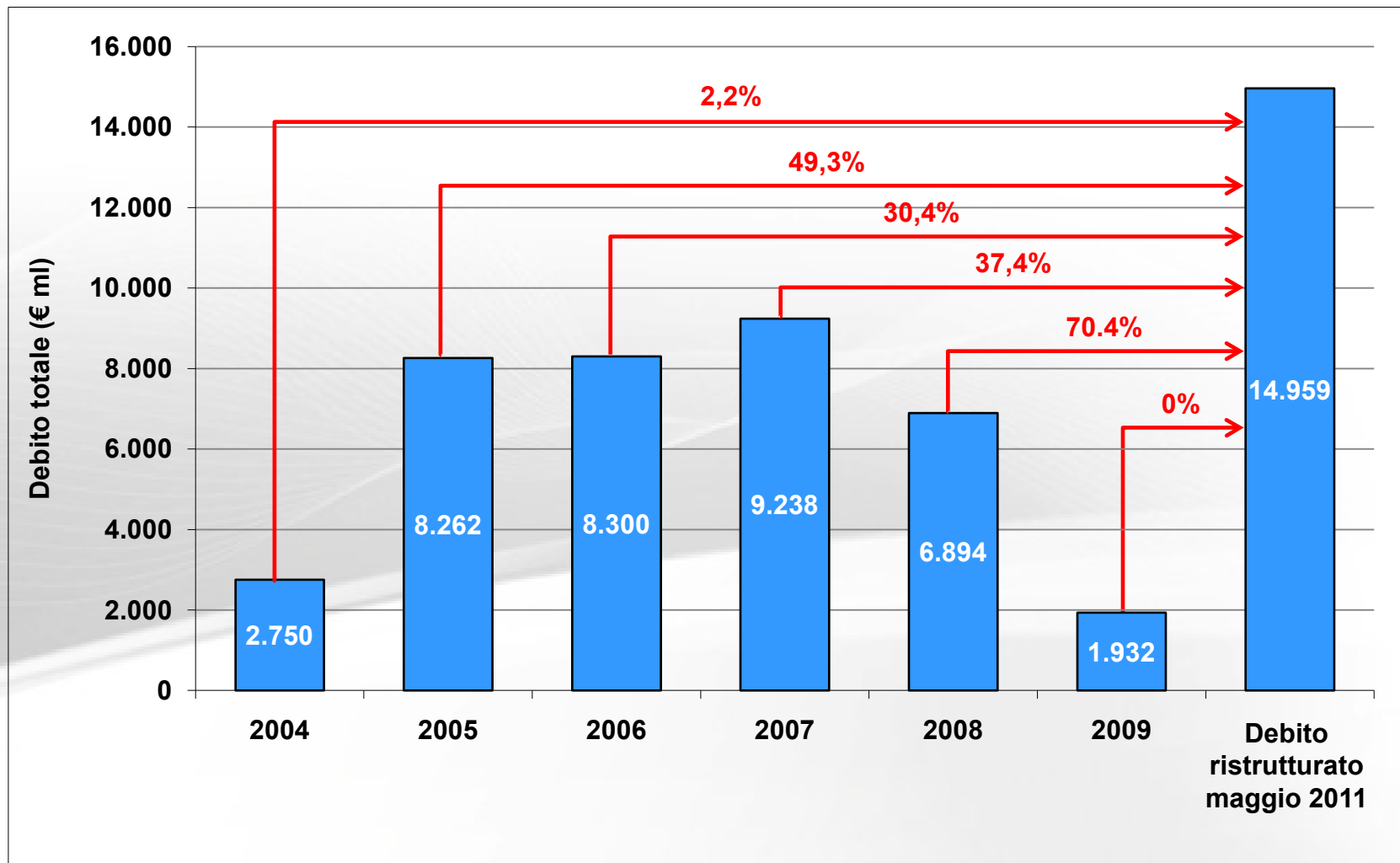
	Gennaio - Giugno 2010	Luglio - Dicembre 2010	Gennaio - Giugno 2011
SPREAD			
TERM LOAN A (bps)	325 – 450	325 – 450	306 - 450
TERM LOAN B (bps)	375 - 500	375 - 500	375 - 500
TERM LOAN C (bps)	-	-	-
ARRANGEMENT FEES (%)	3,5% - 4,5%	2,6% - 4,5%	3,1% - 4,5%

DEBT STRUCTURE			
TERM LOAN A (%)	65% - 75%	50% - 75%	38% - 83%
TERM LOAN B (%)	25% - 35%	25% - 50%	17% - 62%
TERM LOAN C (%)	-	-	-

TOTAL SENIOR DEBT (x EBITDA)	2,75x - 3,8x	2,75x - 3,5x	2,75x - 4x
MEZZANINE (x EBITDA)	0,5x - 1,3x	1x -1,2x	0x - 1x
TOTAL DEBT (x EBITDA)	3,25x - 5,1x	3,75x - 4,7x	2,75x - 5x
EQUITY/QUASI EQUITY (%)	43% - 50%	44% - 63%	27% - 50%

Il mercato delle operazioni a leva

Debito nominale ristrutturato in Italia



Fonte: Laboratorio Private Equity & LBO

Empower your Knowledge.

MILANO | ITALY

PE Lab

*Private Equity
& Leveraged buy out*

Private Equity Risk Rating

V. Conca, V. Riccardi

7 luglio 2011

Con il patrocinio di:

Sponsors:



PEDERSOLI e ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

DI TANNO e ASSOCIATI
Studio Legale Tributario



Agenda

- Il Modello Private Equity Risk Rating – P.E.R.R.
- L'applicazione del modello P.E.R.R.
- Test del modello
- Contatti

Si ringrazia:



Il Modello Private Equity Risk Rating

- **Obiettivo del modello**

Valutare il grado di rischio sistemico implicito nel portafoglio di partecipazioni detenute, ad una certa data, dagli operatori che investono sul mercato nazionale del private equity

- **Metodologia**

Modello di rating per l'identificazione delle partecipazioni in aziende a rischio

Ipotesi e metodologia

La **liquidabilità dell'asset** è desumibile dall'anzianità del portafoglio, misurata dal numero di anni di permanenza della partecipazione nel portafoglio ad una certa data.

La seconda componente, definita come **rischio di performance**, viene misurata con due strumenti statistici:

- il rating sul debito determinato in via sintetica dall'applicazione dell'Interest Coverage Ratio (I.C.R.)
- il merito creditizio desunto dallo Zeta Score di Altman.

Ipotesi e metodologia

Un confronto tra la valutazione interna ed esterna

	Valutazione interna	Modello P.E.R.R.
Obiettivo	Determinare il valore di realizzo della partecipazione	Valutare il grado di rischio del portafoglio come benchmark
Metodo	(In genere) valutazione con i multipli di mercato	Analisi statistica multivariata
	Parametri utilizzati	
Performance aziendale	Riferita al futuro	Basata sui bilanci
Moltiplicatore applicabile	Ingresso o mercato	N.a.
Tempo di permanenza	Utilizzato come fattore di sconto del valore	Utilizzato come criterio di rischio

Ipotesi e metodologia

Liquidabilità
dell'asset



Performance
economico – finanziaria
della partecipazione



Rischio del portafoglio

=

Probabilità di mancato realizzo

Interest Coverage Ratio - I.C.R.

Secondo Damodaran, l'Interest Coverage Ratio, dato dal rapporto tra EBIT e oneri finanziari, è il parametro più significativo nell'esprimere la capacità di fronteggiare il debito

Il modello P.E.R.R.

determina in via sintetica il rating sul debito

dall'applicazione dell'I.C.R.

mutuata dal lavoro

statistico di Damodaran

(Damodaran, 2002).

EBIT / Oneri Finanziari	Rating
> 8,50	AAA
6,50 - 8,50	AA
5,50 - 6,50	A+
4,25 - 5,50	A
3,00 - 4,25	A-
2,50 - 3,00	BBB
2,00 - 2,50	BB
1,75 - 2,00	B+
1,50 - 1,75	B
1,25 - 1,50	B-
0,80 - 1,25	CCC
0,65 - 0,80	CC
0,20 - 0,65	C
< 0.20	D
n.d.	n.d.

Investment Grade

Speculative Grade

Zeta Score

Lo Zeta Score di Altman è uno strumento che determina un indice sintetico della probabilità di fallimento articolato su tre livelli secondo la versione sviluppata per le imprese Europee (Z" score):

- $Z'' < 1,1$: alta probabilità di fallimento;
- $Z'' > 2,6$: impresa sana;
- $1,1 < Z'' < 2,6$: situazioni non giudicabili con lo Zeta score.

Lo Z" score come parametro sintetico, è stato scelto in quanto valuta quattro indicatori economici, patrimoniali e finanziari che insieme meglio rappresentano il livello delle performance, uno degli elementi più significativi di attrattività per il potenziale compratore.

Il Campione

Oggetto dell'analisi sono state le 738 società in portafoglio al 31/12/2009 che rappresentano l'universo di riferimento.

Il portafoglio è stato segmentato sulla base dell'**holding period**.

Sulla base delle informazioni tratte dal database del Laboratorio PE e LBO, si sono identificati **tre cluster** temporali:

- **62** società con closing ante 2001;

RISCHIO 100%

- **284** società con closing dal 2001 al 2006;

ANALISI I.C.R. e Z" SCORE

- **372** società con closing dal 2007 al 2009.

NON VALUTABILE

I risultati I.C.R. cluster 2001-2006

		Campione Complessivo					
		Dati di bilancio					
		2007		2008		2009	
EBIT / Oneri Finanziari	Rating	Numero società partecipate	%	Numero società partecipate	%	Numero società partecipate	%
> 8,50	AAA	24	15%	15	9,4%	20	12,5%
6,50 - 8,50	AA	4	2,5%	2	1,2%	4	2,5%
5,50 - 6,50	A+	5	3,1%	3	1,9%	3	1,9%
4,25 - 5,50	A	11	6,9%	7	4,4%	7	4,4%
3,00 - 4,25	A-	10	6,3%	12	7,5%	6	3,8%
2,50 - 3,00	BBB	8	5%	4	2,5%	7	4,4%
2,00 - 2,50	BB	10	6,3%	9	5,6%	10	6,3%
1,75 - 2,00	B+	8	5%	8	5%	6	3,8%
1,50 - 1,75	B	11	6,9%	8	5%	10	6,3%
1,25 - 1,50	B-	8	5%	7	4,4%	5	3,1%
0,80 - 1,25	CCC	9	5,6%	13	8,1%	7	4,4%
0,65 - 0,80	CC	4	2,5%	3	1,9%	3	1,9%
0,20 - 0,65	C	11	6,9%	16	10%	10	6,3%
< 0.20	D	37	23,1%	53	33,1%	62	38,8%
Totale		160	100%	160	100%	160	100%

Investment grade (da AAA a BBB)	62	38,7%	43	26,9%	47	29,4%	Δ=	2,5%
Speculative grade (≤ BB)*	98	61,3%	117	73,1%	113	70,6%	Δ=	-8,1%
*di cui da CCC a D	61	38,1%	85	53,1%	82	51,3%	Δ=	-7,5%
Tot	160	100%	160	100%	160	100%		32

I risultati I.C.R. cluster 2001-2006 - LBO

		Campione LBO					
		Dati di bilancio					
		2007		2008		2009	
EBIT / Oneri Finanziari	Rating	Numero società partecipate	%	Numero società partecipate	%	Numero società partecipate	%
> 8,50	AAA	9	10%	6	6,7%	7	7,8%
6,50 - 8,50	AA	3	3,3%	1	1,1%	2	2,2%
5,50 - 6,50	A+	3	3,3%	0	0%	1	1,1%
4,25 - 5,50	A	6	6,7%	4	4,4%	7	7,8%
3,00 - 4,25	A-	5	5,6%	8	8,9%	4	4,4%
2,50 - 3,00	BBB	5	5,6%	3	3,3%	2	2,2%
2,00 - 2,50	BB	6	6,7%	4	4,4%	4	4,4%
1,75 - 2,00	B+	5	5,6%	4	4,4%	3	3,3%
1,50 - 1,75	B	6	6,7%	4	4,4%	4	4,4%
1,25 - 1,50	B-	2	2,2%	3	3,3%	4	4,4%
0,80 - 1,25	CCC	6	6,7%	6	6,7%	4	4,4%
0,65 - 0,80	CC	3	3,3%	2	2,2%	1	1,1%
0,20 - 0,65	C	8	8,9%	12	13,3%	9	10%
< 0.20	D	23	25,6%	33	36,7%	38	42,2%
Totale		90	100%	90	100%	90	100%

Investment grade (da AAA a BBB)	31	34,4%	22	24,4%	23	25,6%	Δ=	1,1%
Speculative grade (≤ BB)*	59	65,6%	68	75,6%	67	74,4%	Δ=	-7,8%
*di cui da CCC a D	40	44,4%	53	58,9%	52	57,8%	Δ=	-7,8%
Tot	90	100%	90	100%	90	100%		33

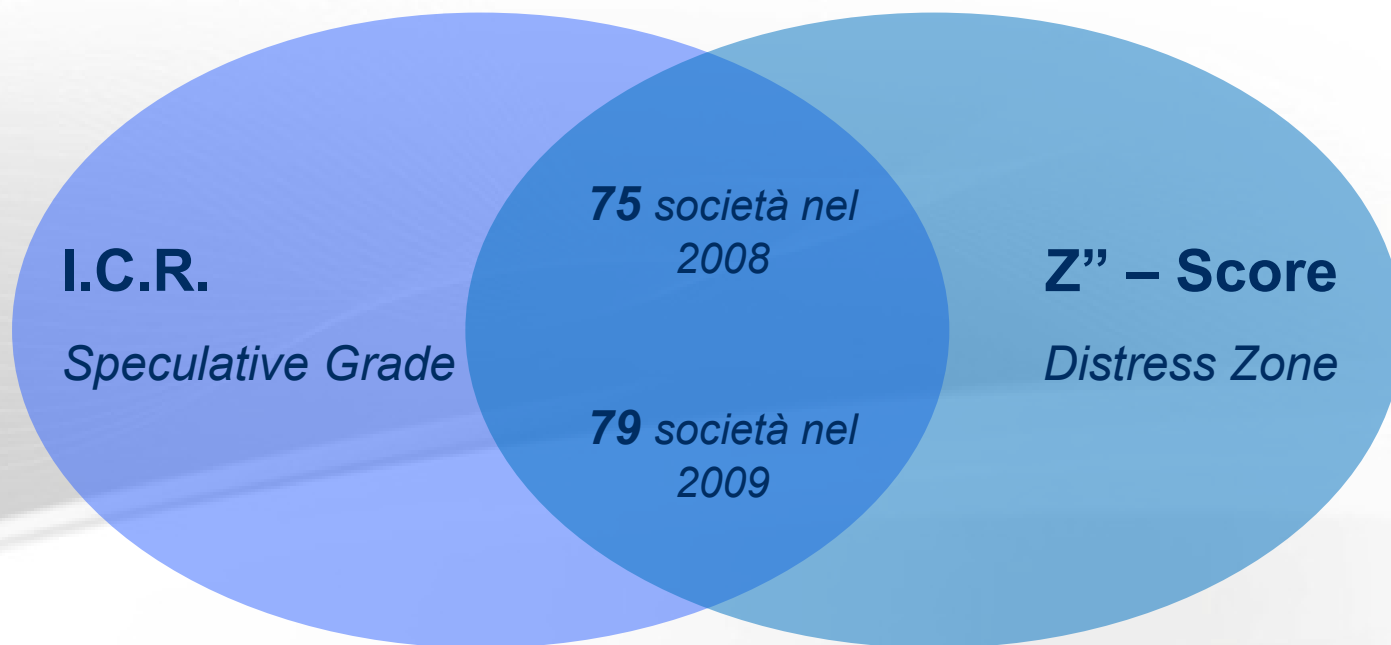
Risultati Z"score cluster 2001-2006

	Tutto il Campione					
	Dati di bilancio					
	2007	%	2008	%	2009	%
Società a rischio di default (Z" < 1,1)	65	40,6%	81	50,6%	90	56,2%
Società a rating incerto	57	35,6%	48	30%	43	26,9%
Società sane (Z" > 2,6)	38	23,8%	31	19,4%	27	16,9%
Totale campione	160	100%	160	100%	160	100%

	Solo LBO					
	Dati di bilancio					
	2007	%	2008	%	2009	%
Società a rischio di default (Z" < 1,1)	37	41,1%	46	51,1%	51	56,7%
Società a rating incerto	39	43,3%	31	34,4%	27	30%
Società sane (Z" > 2,6)	14	15,6%	13	14,5%	12	13,3%
Totale campione	90	100%	90	100%	90	100%

Convergenza tra ICR e Z'' Score

Numero di aziende a rischio secondo entrambi i modelli
all'interno del cluster 2001 - 2006



Quadro di sintesi per cluster e confronto

P.E.R.R. 2011			
Cluster	# società nel campione	% di rischio nel modello P.E.R.R.	# società rischiose nel 2009
Pre 2001	62	100%	62
2001-2006	160	49,4%*	79
In Liquidazione 2001-2006	23	100%	23
Totale	245		164
			Rischio totale
			66,9%

* La percentuale di riferisce al rischio congiunto I.C.R. e Z"-score

P.E.R.R. 2010			
Cluster	# società nel campione	% di rischio nel modello P.E.R.R.	# società rischiose nel 2008
Pre 2000	48	100%	48
2000-2005	128	35,9%*	46
In Liquidazione 2000-2005	9	100%	9
Totale	185		103
			Rischio totale
			55,7%

* La percentuale di riferisce al rischio congiunto I.C.R. e Z"-score

Test del modello

Il test sull'**efficacia** del modello implementato nel 2010 si basa sull'analisi delle dismissioni avvenute successivamente al periodo di analisi (31/12/2008) di quelle aziende analizzate attraverso l'utilizzo congiunto degli indici I.C.R. e Z"-score (cluster 2000 - 2005).

Si è eseguito un confronto tra la valutazione di rischio effettuata dal modello e l'effettivo realizzo dalla dismissione della partecipazione per valutarne la coerenza .

Il campione e i risultati

Tipologia Operazione	Anno Operazione	Tipologia Way out	Anno Way out	Z" Score		I.C.R.		Realizzo dalla dismissione
				2009	2008	2009	2008	
Buy-out	2003	Private sale	2009		3,15		BBB	Positivo
Buy-out	2005	Private sale	2010	-0,23	0,08	< 0	< 0	Negativo
Buy-out	2001	Private sale	2009		-0,03		D	Negativo
Buy-out	2000	Write-off	2010		-0,23		< 0	Negativo
Expansion	2001	Write-off	2009		-66,97		< 0	Negativo
Buy-out	2003	Write-off	2009		-2,46		< 0	Negativo
BIMBO	2004	Write-off	2009		-3,58		< 0	Negativo
Early Stage	2001	Write-off	2009		0,83		< 0	Negativo
Buy-out	2004	Write-off	2010	-0,25	1,39	< 0	CCC	Negativo
Expansion	2001	Write-off	2008		-63,21		< 0	Negativo
Expansion	2004	Cessione ai soci	2009		3,73		A	Positivo
Turnaround	2005	SBO	2011	2,66	2,18	AAA	A	Positivo
Buy-out	2003	IPO	2009		4,00		A	Positivo

In contraddizione								
Buy-out	2005	Private Sale	2010	0,99	0,58	B	C	Positivo
Replacement	2002	Write-off	2009		1,82		A+	Negativo
Buy-out	2001	Cessione ai soci	2009		1,75		CCC	Positivo
Buy-out	2005	Cessione ai soci	2010	2,30	2,04	A	B	Positivo
Turnaround	2003	SBO	2010	1,93	2,89	B+	A-	Negativo

Società in liquidazione								
Expansion	2005	In liquidazione	2010	-5,05	-2,17	< 0	< 0	Negativo
Expansion	2001	In liquidazione	2010	n.d.	n.d.	< 0	< 0	Negativo
Expansion	2004	In liquidazione	2010	-3,12	-0,48	< 0	B-	Negativo
Buy-out	2004	In liquidazione	2010		-9,76		< 0	Negativo

Valutazione di coerenza

Coerenza elevata tra la valutazione effettuata dal modello P.E.R.R. e l'esito della dismissione

Numero way out	Valutazione P.E.R.R.	Valutazione di Coerenza
13	A rischio	Coerente
4	Non a rischio	Coerente
1	A rischio	Non coerente
4	Incerto	-
Totale way out = 22		
Totale Coerenti		
17	77,3%	

Contatti

Laboratorio Private Equity & LBO

"Claudio Dematté"
Research Division

SDA Bocconi School of
Management

Via Bocconi, 8
20136 MILANO

Phone:

+39 02 5836 5296 - 3441

Fax:

+39 02 5836 6883

privateequity@sdabocconi.it

Web Page:

www.sdabocconi.it/privateequity



PE Lab
*Private Equity
& Leveraged buy out*