

IL PRIMO MENSILE SUGLI INVESTIMENTI SPECIALIZZATI IN CAPITALE DI RISCHIO

PRIVATE EQUITY

DOPO GERMANY1, BERGER E SOCI PENSANO A UN VEICOLO PER L'ITALIA E COINVOLGONO GAMBERALE

Il private equity riparte dalla Spac

DUE DILIGENCE

FERRARIO PUNTA SULL'INSEGNAMENTO A DISTANZA. DA UNITELMA AL BRASILE

Parte da Italdada, una piccola società specializzata nel software per l'e-learning e la info-mobilità uscita dal perimetro di Siemens, il grande progetto internazionale per l'insegnamento a distanza messo in piedi Mario Carlo Ferrario, uno dei pionieri del private equity in Italia, cofondatore di Schroder Ventures (l'attuale Permira). Attraverso la finanziaria di famiglia, Redifin, Ferrario ha infatti acquisito la società italiana dal colosso tedesco lo scorso ottobre 2009. L'obiettivo era quello di dotarsi di una tecnologia molto avanzata di gestione delle informazioni a livello web da affiancare all'università telematica Unitelma, per la quale a fine 2008 Ferrario ha vinto il bando di gara indetto dal Foromez (xx), che fino a quel momento aveva controllato l'ateneo. L'università, che conta attualmente circa 3 mila studenti e che offre corsi di laurea in giurisprudenza ed economia e un master in gestione ospedaliera, non è però ancora passata sotto il controllo di Redifin, perché il passaggio delle quote si era arenato su una serie di cavilli legali e nel frattempo l'Università La Sapienza si è messa di traverso, costituendo con il Foromez un consorzio per il controllo dell'Università. Detto questo, Ferrario non si dà per vinto, va avanti per la sua strada e, forte della gara vinta, farà valere i suoi diritti. Il progetto di Ferrario sull'insegnamento a distanza, infatti, è di ampio respiro e non si ferma qui. Di recente, sempre attraverso Redifin, Ferrario ha anche acquisito il controllo di Dida network, una costola di

Intanto avviata la raccolta dei 50 milioni di euro della prima Spac italiana tipo che sbarcherà all'Aim in autunno. Permira si è già fatta invece una sgr, mentre altri studiano veicoli vigilati lussemburghesi. Su tutti incombe la nuova direttiva Ue

DI STEFANIA PEVERARO

Una Special purpose acquisition company (Spac) dedicata all'Italia dopo il successo della prima esperienza in Germania. È il nuovo progetto di una società di investimento strutturata nella forma che gli anglosassoni chiamano «blank check» o assegno in bianco, a cui stanno lavorando tre pesi massimi della finanza tedesca che, per l'occasione, hanno contattato un quarto peso massimo, questa volta italiano. Secondo quanto risulta a *MF Private equity*, infatti, Vito Gamberale, amministratore delegato del fondo F2i, è stato interpellato da Roland Berger, presidente dell'omonimo colosso tedesco della consulenza industriale, da Thomas Middelhoff, ex presidente di Arcandor ed ex capo degli investimenti di Investcorp, e da Florian Lahnstein, e coresponsabile dell'investment banking di Bear Sterns international e Ubs Londra, come superconsulente per lanciare il loro nuovo veicolo Spac Italia. Il progetto segue il successo dell'operazione Germany1, società costituita in Guernsey dagli stessi tre manager tedeschi, tutti soci fondatori della società di consulenza Blm partners. Germany1, infatti, era stata poi quotata nel 2008 all'Euronext di Amsterdam raccogliendo 250 milioni di euro e l'anno scorso ha acquisito il colosso dei sistemi di controllo elettronici Aeg Power solutions, in un'operazione da 532 milioni di euro. Ad affiancare il team nel nuovo progetto, sempre secondo quanto risulta a *MF Pe*, non ci sarà però Deutsche bank, che invece a suo tempo aveva sostenuto l'iniziativa di Germany1 e sta ora affiancando il team per il lancio del secondo veicolo dedicato alla Germania, Germany2. Proprio in occasione dell'acquisizione di Aeg PS, infatti, il management team di Germany1 aveva anticipato che avrebbe presto lanciato Germany2, con l'obiettivo di raccogliere 300 milioni e di quotarlo entro ottobre 2009. La crisi dei mercati internazionali, però, non ha aiutato e i tempi si sono allungati, ma ora il progetto è tornato in auge, non solo con riferimento alla Germania, ma appunto anche con target l'Italia. Secondo quanto risulta a *MF Pe*, però, l'obiettivo di Roland Berger e colleghi non è quello di creare un veicolo di diritto italiano da quotare in Italia, ma semplicemente quello di replicare la struttura delle Spac precedenti con la sola differenza che

il target di acquisizione sarebbe italiano. Il progetto è in dirittura d'arrivo nonostante il fatto che di recente sia Deutsche Bank sia Mediobanca abbiano rimesso il mandato di assistenza nell'operazione.

Italy1, la prima Spac italiana, arriverà in Borsa in autunno. Tutta italiana, per contro, sarà invece la Spac che come noto stanno lanciando in queste settimane gli italiani Matteo Carlotti (ex ceo di Argos Sodic Italia), Luca Giacometti (ex managing director di Ge capital private equity) e Simone Strocchi (fondatore di Electa Group, un operatore indipendente specializzato nella strutturazione di deal di private equity e nella consulenza m&a).

In questo caso, infatti, la Spac, pure battezzata Italy1, sarà una spa e verrà quotata all'Aim di Borsa italiana con global coordinator Centrobanca e Intermonte e con Nomad Centrobanca, che a sua volta investirà anche 5 milioni di euro sul totale di 50 milioni di target di raccolta. L'Aim era stata una scelta obbligata per l'ipo della Spac italiana, perché fino a pochi giorni fa era l'unico mercato di Borsa italiana sul quale fosse possibile la quotazione di un veicolo di investimento che non prevedesse una diversificazione dei propri investimenti. Le eventuali prossime Spac italiane, invece, avranno la possibilità di scegliere, visto che a partire dallo scorso 24 maggio, Borsa italiana ha modificato il Regolamento mercati proprio per permettere la quotazione di Spac anche sul Mercato telematico degli investment vehicles (Miv) dedicato ai veicoli di investimento. In sostanza, Borsa spa ha deciso di ammettere sul Miv anche i veicoli la cui politica di investimento non preveda un sufficiente livello di diversificazione.

«La Spac è una buona soluzione per andare incontro alle esigenze degli investitori che in molti casi nei mesi passati sono rimasti scottati da una brutta esperienza con operatori di private equity ai quali avevano affidato i loro capitali da investire o che in altri casi non sono più disponibili a pagare salate management fees a fronte di poca operatività o peggio, di investimenti poco o per nulla remunerativi», ha spiegato a *MF Pe* Matteo Carlotti di Italy1, che ha aggiunto: «Una Spac per definizione non fa pagare management fee e prevede che i manager sponsor dell'iniziativa si autofinanzino fino al momento dell'acquisizione della società target, acquisizione che peraltro deve essere approvata dall'assemblea degli azionisti della Spac. Nel nostro

caso, perché l'acquisizione sia approvata, sarà necessaria una maggioranza di almeno il 70%, con l'accordo che qualunque azionista non approvi l'investimento proposto potrà recedere dall'investimento nella Spac e vedersi rimborsato il 99% del capitale investito. Non solo. Se entro due anni dalla quotazione la Spac non avrà condotto alcuna acquisizione, sarà sciolta e gli investitori torneranno in possesso del loro capitale, mentre sino al momento dell'acquisizione della target le azioni della Spac saranno quotate e quindi rappresenteranno un investimento liquido». E anche quest'ultimo punto sarà di particolare interesse, secondo Carlotti, per i potenziali investitori, perché, «a differenza delle quote di fondi di private equity, che quando vengono messe sul mercato secondario, spesso vengono valutate con un forte sconto sul Nav, il prezzo delle azioni delle Spac è per definizione molto stabile, perché la Spac vale sostanzialmente quanto la sua cassa. Di più. Ogni possibile impatto sul prezzo dell'azione dovuto alle aspettative di acquisizione viene evitato, perché di norma quando si quota una Spac si quotano anche dei warrant, sul cui prezzo, invece, per definizione si scaricano le aspettative del mercato».

Ma gli sponsor della Spac si autofinanziano sino all'acquisizione, una volta acquisita la società target che cosa succede? «Al momento dell'acquisizione scatta un meccanismo di incentivo per gli sponsor dell'iniziativa», ha risposto Carlotti, precisando: «Per quanto ci riguarda, noi avremo inizialmente il 3% del capitale della Spac, al momento dell'acquisizione saliremo al 10% e poi potremo ottenere un altro 10% nel momento in cui l'azione raggiungerà determinati obiettivi di prezzo. Detto questo, l'obiettivo non è necessariamente quello di fare un deal da 50 milioni e quindi di medie dimensioni. Ricordo che con 50 milioni di equity si possono salvare società molto più grandi che si trovano in tensione finanziaria e che, con un accordo adeguato con le banche finanziatrici, possono essere rimesse in sesto, se il business industriale è buono».

La direttiva Ue riduce la redditività dei fondi paneuropei. Ma se la Spac può essere un nuovo modo di fare private equity, indotto dall'atteggiamento degli investitori, sempre meno convinti di accettare di pagare alte management fee anche quando i risultati non so-

(continua a pag. 16)

LE SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY EUROPEE

Spac	Data di quotazione	Borsa	Capitali raccolti	Target acquisito	Data acquisizione
◆ Helikos Se	feb 2010	Francoforte	200 mln di €	n.d.	n.d.
◆ Germany1 Acquisition	lug 2008	Euronext Amsterdam	250 mln di €	Aeg Power Solution	set 2009
◆ Liberty Intern. Acquisition Company	feb 2008	Euronext Amsterdam	600 mln di €	Pearl Group	lug 2009
◆ Pan-European Hotel Acquisition Co.	lug 2007	Euronext Amsterdam	115 mln di €	n.d., società liquidata nel luglio 2009	n.d.
◆ Titanium Asset Management Corp	giu 2007	Aim Londra	120 mln di \$	National Investment Services	apr 2008
◆ Viceroy Acquisition Corp	lug 2006	Aim Londra	180 mln di \$	Eastman Se	set 2006
◆ India Hospitality Corp	lug 2006	Aim Londra	100 mln di \$	Mars Restaurant e SkyGourmet Catering	ago 2007
◆ Infinity Bio-energy Ltd	mag 2006	Aim Londra	516 mln di \$	Società proprietarie di Sugarcane Mills in Brasile	giu 2006
◆ Cross Shore Acquisition Corp	apr 2006	Aim Londra	112 mln di \$	ReSearch Pharmaceutical Services	ago 2007
◆ Palatinum Diversified Mining Inc	mar 2006	Aim Londra	80 mln di \$	International Consolidated Minerals	ago 2007

GRAFICA MF-MILANO FINANZA



Dida group, società specializzata nella formazione aziendale, che in Brasile ha creato con la brasiliana Ciebe (Centro Integrado de Educação Brasil Europa, con sede in Pirassununga, São Paulo, Brasil) la joint venture Didaciebe, l'organo fondatore di Fatece - Faculdades de Tecnologia, Ciências e Educação, a sua volta un'università privata che conta 2 mila studenti e che sta sviluppando un progetto con il governo brasiliano per fare formazione di base a distanza con tv digitale terrestre nelle campagne. Nello sviluppo del progetto sull'educazione a distanza, Fatece potrà contare sugli strumenti tecnologici e il know how messi a disposizione da Dida e sulle competenze di una équipe multidisciplinare composta da professori, tutors e progettisti di contenuti che fanno capo al corpo docente di Fatece.

I VEICOLI LUSSEMBURGHESI VIGILATI UTILIZZABILI DAL PRIVATE EQUITY

	Sicar	Sif	Part II fund
◆ Fonte normativa	Sicar Act (2004)	Sif Act (2007)	Investment Funds Act, Part II (2002)
◆ Vigilanza della Cssf	si, forma leggera	si, forma leggera	si
◆ Investitori ammessi	istituzionali, professionali, ben informati	istituzionali, professionali, ben informati	senza restrizioni
◆ Tipo di società	Sa, Sca, Sarl, Scosa, Scs	Sicav (Sa, Sca, Sarl, Scosa), Fcp	Sicav (Sa), Sicaf (Sa, Sca, Sarl), Fcp
◆ Sotto fondi segregati	no	si, forma leggera	si
◆ Obblighi di residenza	Head office in Lussemburgo (nessun obbligo per i gestori)	Head office del Sif-Sicav o della management company del Sif-Fcp in Lussemburgo (nessun obbligo per i gestori)	Head office della Sicav o della management company del Fcp in Lussemburgo (nessun obbligo per i gestori)
◆ Capitale	Fisso o variabile	Fisso o variabile	Fisso o variabile
◆ Capitale minimo	31.000 euro per Sa o Sca e 12.500 euro per Sarl. A 12 mesi dall'autorizzazione il capitale sottoscritto deve essere di 1 milione	31.000 euro per Sa o Sca e 12.500 euro per Sarl. A 12 mesi dall'autorizzazione il capitale sottoscritto deve essere di 1,25 milioni Net assets del Fcp devono essere di 1,25 milioni entro 12 mesi dall'autorizzazione	31.000 euro per Sa o Sca e 12.500 euro per Sarl. A 6 mesi dall'autorizzazione il capitale sottoscritto deve essere di 1,25 milioni. Net assets del Fcp devono essere di 1,25 milioni entro 6 mesi dall'autorizzazione
◆ Regime fiscale	Le Sicar non fiscalmente trasparenti (cioè tutte eccetto quelle costituite come Scs) sono pienamente tassabili, ma sono esenti i profitti da investimenti in titoli e prestiti trasferibili e da cash da investire in capitale di rischio entro 12 mesi	Esenti. Soggetti solo a una tassa di sottoscrizione pari allo 0,01% all'anno del Nav	Esenti. Soggetti solo a una tassa di sottoscrizione pari allo 0,05% all'anno del Nav (0,01% per le classi di azioni riservate agli istituzionali)

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

(segue da pag. 15)

no buoni e di non poter dire nulla a proposito degli investimenti scelti, la formula utilizzata per far private equity sta cambiando anche a seguito dei prossimi cambiamenti normativi in vista in Europa. La stretta da parte delle autorità di vigilanza europee sta infatti spingendo gli operatori del settore a ripensare alle strutture societarie con le quali risulta più conveniente operare. La crisi finanziaria internazionale ha spinto per un giro di vite in tutti i settori più complessi della finanza, considerati a torto o a ragione i principali colpevoli dello scoppio della crisi stessa. E in Europa è ormai in dirittura d'arrivo la nuova direttiva sui fondi di investimento alternativi. La bozza è stata licenziata lo scorso maggio dall'Ecofin e sarà al vaglio dell'Europarlamento il prossimo luglio per poi entrare in vigore tra circa un anno. Il principio di base, comunque, è ben chiaro e difficilmente sarà modificato, nonstan-

te l'opera di lobbying condotta su larga scala negli ultimi mesi dagli operatori di private equity per cercare di far fare un distinguo tra la loro attività e quella degli hedge fund, considerata sostanzialmente identica dall'attuale bozza di direttiva. Come noto, la direttiva si concentra sul controllo diretto non solo del fondo ma anche del suo gestore, impone maggiore trasparenza sul risk management, in particolare sull'utilizzo della leva, e tra l'altro introduce l'obbligo della banca depositaria. Tutte novità clamorose per quei fondi che finora si erano strutturati come limited partnership di diritto anglosassone come la maggior parte dei fondi paneuropei e che rischiano di ridimensionarne la redditività. Tanto che i grandi fondi paneuropei hanno mobilitato contro la direttiva anche i ceo delle loro partecipate, che in 650 hanno firmato una lettera aperta alle autorità europee per sottolineare quanto il private equity sia importante per lo sviluppo delle loro aziende. Tra i firmatari

della lettera, 12 sono italiani, tutti a capo di aziende partecipate da fondi paneuropei. «Senza il private equity non avremmo potuto fare l'operazione di spin off da Sorin a fine dicembre 2008», ha spiegato a MF Pe uno dei firmatari, Carlo Vanoli, ceo di Bellico, la società biomedicale attiva nelle terapie avanzate per la dialisi controllata al 60% da Argos Sodic, al 30% da Mps venture e per il 10% dal management. «Avevamo bisogno operatori che avessero già una certa esperienza nel settore. È importante poter scegliere tra la platea più ampia possibile di potenziali investitori. Per questo non condividiamo il fatto che la Ue possa imporre una regolamentazione eccessiva al private equity, tale in prospettiva da ridurre il numero degli operatori», ha concluso Vanoli.

L'alternativa lussemburghese. In effetti, l'impatto della nuova direttiva risulterà meno gravoso per i fondi di diritto italiano gestiti da sgr già fortemente controllate

dalla Banca d'Italia o per fondi di diritto europeo analogamente gestiti da società di gestione controllate da organi di vigilanza europei. Permira, da parte sua, ha già messo le mani avanti. Il colosso paneuropeo che ha ormai da anni presenza stabile in Italia, ha infatti già costituito la sua sgr, anche se un po' in anticipo sui tempi, visto che l'obiettivo era quello di utilizzarla nel momento in cui Permira fosse andata a raccogliere il quinto fondo, cosa che invece al momento è ancora prematura. Ma l'sgr è una struttura che costa e quindi il Lussemburgo resta una valida alternativa.

Ha spiegato Massimo Paolo Gentili di Garlati Gentili & Partners, studio che assiste numerosi clienti italiani, svizzeri e inglesi sul mercato lussemburghese: «Oggi diventano particolarmente interessanti alcune strutture di diritto lussemburghese come le Sicar o i Fonds d'investissement spécialisés (Fis), che sono sì soggetti alla vigilanza della Commission de

surveillance du secteur financier (Cssf), ma consentono di contenere i costi di compliance e di mantenere una struttura flessibile». In particolare, ha continuato Gentili, «i Fis, pur essendo regolamentati e vigilati dalla Cssf, godono di procedura autorizzativa semplificata, in quanto il promoter e la società di gestione non sono soggetti all'approvazione della Cssf, ma lo sono principalmente gli amministratori e la banca depositaria. C'è poi la questione dei costi che per i Fis sono abbastanza contenuti, tanto da essere efficienti anche con limitati livelli di patrimonio in gestione. Quanto agli oneri informativi, i Fis, pur prevedendo adeguati flussi informativi con gli investitori, possono limitarsi a pubblicare una rendicontazione di gestione annuale sottoposta a certificazione di una società di revisione. Infine consentono libertà di scelta tra la forma di fondo comune di investimento e la forma societaria (Fcp e Sicav)». (riproduzione riservata)

LA VERA STORIA DELLA NAZIONALE



Da Vittorio Pozzo a Marcello Lippi, cento anni di trionfi e di pagine nere nel racconto di uno dei più popolari cronisti sportivi.

in collaborazione con



Classeditori



DA SABATO 12 GIUGNO IN EDICOLA CON

MF Il primo quotidiano finanziario italiano

*oltre al prezzo del quotidiano