

28 gennaio 2014, Milano Finanza

20 MF

Martedì 28 Gennaio 2014

IL PRIMO MENSILE SUGLI INVESTIMENTI
SPECIALIZZATI IN CAPITALE DI RISCHIO

PRIVATE EQUITY

SONO SEMPRE PIÙ APPREZZATI I TITOLI DI CAPITALE DIVERSI DALLE AZIONI ORDINARIE

Quando l'azione è preferred

Questi titoli sono spesso in grado di conciliare le aspettative degli imprenditori con quelle degli investitori in private equity. In particolare di chi vuole mezzi freschi senza limitare le potenzialità di guadagno in caso di futura cessione

DI STEFANIA PEVERARO

La crisi economica ha allungato i tempi di permanenza delle società partecipate nei portafogli dei fondi. Ora, all'indomani di ristrutturazioni e messe a punto, che hanno tenuto occupati gli operatori per gran parte del loro tempo negli ultimi anni, il mercato inizia a muoversi. Detto questo, il numero delle società acquisite dai fondi al picco dei prezzi tra il 2006 e il 2008 o prima è ancora molto alto e smaltire questo monte di partecipate a breve non è certo facile. L'Osservatorio Private Equity Monitor dell'Università Cattaneo di Castellanza ha calcolato che alla fine dello scorso agosto nel portafoglio del fondo di private equity c'erano 580 società italiane acquisite tra il 2002 e il 2011 (nel 2012 ci sono state poi 81 operazioni e l'anno scorso altre 61). Di queste, 285 società sono state acquisite tra il 2006 e il 2008. Non solo. Se oggi spesso si tratta di società rientrate in carreggiata dopo uno sbandamento, venderle ora non permetterebbe ai fondi di portare a casa guadagni adeguati. Ma la cosa migliore, certo, sarebbe almeno iniziare a girare agli investitori un qualche ritorno da quegli investimenti.

«C'è un certo interesse da parte dei fondi di private equity che hanno investimenti in Italia per la strutturazione di operazioni che permettano loro di iniziare a incassare un rendimento da società in portafoglio ormai da tempo, ma che per i motivi più vari non possono o non vogliono cedere in questo momento», ha detto a *MF-Milano Finanza* Claudio Cerabolini, partner dello studio legale Clifford Chance, che ha proseguito: «L'idea è quella di trovare una soluzione che permetta da un lato al fondo azionista di recuperare parte dell'investimento e dall'altro che il soggetto che porta la nuova finanza in azienda lo faccia in modo tale da non erodere eccessivamente il guadagno del vecchio di azionista al momento della futura cessione dell'intera partecipazione». La soluzione più semplice e adottata in altri Paesi da molti operatori esteri di buyout, in particolare di matrice anglosassone, è stato il cosiddetto leverage recap, cioè un rifinanziamento del debito esistente, in genere ridotto rispetto a quello contratto originariamente per finanziare il buyout, al quale si associa un ulteriore finanziamento per poter pagare un dividendo. Il problema, però, è

LE AZIENDE IN PORTAFOGLIO TRA IL 2002 E IL 2012
Numero di aziende in Italia - Dati aggiornati a giugno 2013



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Private Equity Monitor

che in Italia il tema della concessione del credito da parte di soggetti diversi dalle banche è molto complesso e il leverage recap non è una strada che viene percorsa. Da qui l'idea di studiare degli strumenti ibridi di capitale che possano essere sottoscritti da investitori internazionali interessati a una remunerazione del capitale, ma non a un vero investimento in equity. Spiega ancora Cerabolini: «Lo strumento più interessante e versatile è il preferred equity. Si tratta in sostanza di emettere azioni con diritto di voto limitato, cioè che in pratica

prevedono il voto solo su temi sui quali l'investitore è più sensibile, ma che non riguardano generalmente la gestione della società. In cambio di questa limitazione, in genere queste azioni offrono un ritorno concordato da pagarsi al momento di cambio di controllo della società, quando i sottoscrittori verranno rimborsati dell'investimento iniziale e otterranno in più una percentuale prestabilita del valore dell'investimento. Inoltre, come dice il nome, le preferred shares hanno un ranking preferenziale rispetto all'equity tradizionale e ciò si

gnifica che i primi denari che entreranno dalla vendita della società saranno utilizzati per rimborsare il preferred equity e pagare i suoi interessi, mentre tutto quanto resta sarà degli azionisti ordinari». Quanto ai tempi e ai modi associati al rendimento, aggiunge Cerabolini, «in realtà ogni situazione è a sé, nel senso che si tratta di operazioni complesse, che vengono tagliate su misura degli investitori di volta in volta. Per esempio, pur trattandosi di uno speciale tipo di equity, ci si può accordare su una scadenza temporale entro la quale l'investitore potrà uscire dal suo investimento e quindi studiare di conseguenza dei meccanismi di exit».

Detto questo, il preferred equity non è soltanto una soluzione alternativa al leverage recap. Si tratta di uno strumento che può essere in realtà una valida alternativa anche al private equity tradizionale, nel caso in cui l'imprenditore azionista non si voglia avere troppa ingerenza nella gestione della propria azienda e soprattutto non voglia precludersi l'upside di una futura cessione a un terzo investitore. Così, per esempio, Hutton Collins nel 2009 ha investito in preferred equity di Aquafil, leader europeo dei filati per moquette, e sempre Hutton Collins nei giorni scorsi, affiancato dall'advisor DVR Capital di Carlo Daveri, ha investito 50 milioni nella fiorentina Dedalus, specializzata nell'ICT per il settore sanitario, sia in equity ordinario sia nella forma di finanziamento soci, permettendo a Imi Fondi Chiusi sgr e ai soci di minoranza di uscire dall'investimento e nel contempo dotando la società di circa 25 milioni di nuova finanza per supportare lo sviluppo, al fianco degli altri azionisti forti Health Holding Company e il fondo Mandarin Capital Management (nel capitale dal 2010). Al termine dell'operazione Health Holding ora controlla oltre il 50% del capitale, Mandarin poco meno del 36%, mentre Hutton Collins (tramite HC Leo sa) detiene il restante 14%. Spiega a *MF-Milano Finanza*, Mauro Moretti, managing partner di Hutton Collins: «La nostra filosofia è quella del fondo di private equity. Noi finanziamo le aziende per affiancarle in un progetto di crescita. Le nostre operazioni sono quasi sempre un mix di azioni e di finanziamenti soci che si possono leggere come equivalenti al preferred equity». (riproduzione riservata)