

M&A I finanziamenti a supporto delle acquisizioni condotte dai private equity in Europa pagano tassi ancora molto allettanti. Ecco perché banche e fondi di credito specializzati fanno a gara per sottoscriverli

di Stefania Peveraro

Prestare denaro alle società europee non quotata di questi tempi paga parecchio. Certo, bisogna essere disposti a rinunciare alla liquidità dell'investimento, ma quello che si ha in cambio pare valerne la pena. Perché il rapporto rendimento-rischio è molto più elevato nel caso di semplici prestiti rispetto a quello offerto dai titoli obbligazionari quotati sui mercati internazionali emessi da aziende di analoghe dimensioni e di simile standing creditizio. Infatti sono parecchie le banche italiane che hanno deciso di supportare con prestiti a leva i fondi di private equity nelle loro ultime acquisizioni italiane e che poi hanno deciso di sindacare parte dei finanziamenti a fondi di credito specializzati. I quali a loro volta sono stati sottoscritti da investitori istituzionali a lungo termine, come fondi pensione, casse previdenziali e assicurazioni. «Si tratta di un'asset class particolarmente interessante oggi per investitori istituzionali con un'ottica di investimento prudente e di lungo periodo», spiega a *Milano Finanza* Mathieu Chabran, cofondatore (assieme a Antoine Flamarion) di Tikehau Capital, che gestisce 2,5 miliardi in questo comparto in Europa. «I

nostri fondi investono in prestiti senior, quindi i più sicuri nel caso di default dell'emittente, in euro e secured, cioè garantiti da pegno sulle azioni dell'emittente e/o delle controllate, da depositi in conto corrente o da immobili. Sono inoltre prestiti a tasso variabile, quindi il valore non è influenzato in maniera sensibile dall'andamento dei tassi di interesse, e hanno duration media di 5 anni. I rendimenti offerti, pur trattandosi di crediti sub investment grade, sono nell'ordine dei 450-500 punti base sopra l'Euribor a 3 mesi, il che significa che pagano oltre 10 volte il rendimento offerto oggi da un Btp di uguale scadenza (il Btp a 5 anni venerdì 14 ottobre offriva lo 0,36%, ndr)». E che dire dei bond high yield? «Pagano meno», risponde Chabran. «Le quotazioni dei bond high yield si sono apprezzate molto negli ultimi mesi, trainate dalla ricerca di rendimento degli investitori, che in massa di sono avvicinati a questo tipo di asset

class, quasi dimenticandosi del fatto che si tratta di titoli ad alto rendimento perché sono ad alto rischio e con poche garanzie. I leveraged loans pagano un premio rispetto ai bond high yield sostanzialmente perché il mercato è meno liquido». Inoltre sul mercato dei leveraged loans le cose difficilmente vanno male; si calcola infatti che il tasso medio di default sia del 2,1% con un tasso di recupero atteso di oltre il 60%.

Per di più, spiega Barbara Pastorelli, investment analyst di Ver Capital sgr, «stando ai dati forniti da Moody's, si attende che il tasso di default sarà intorno all'1,5% a fine anno, per poi attestarsi intorno al 2,2% nel 2017. In termini di recovery rate, in Europa la media storica degli ultimi 30 anni del tasso di recupero per un loan senior secured è stata pari al 66% (del 20% superiore rispetto a un bond assistito da garanzie, ndr) grazie al tipo di garanzie fornite, alla seniority

nella capital structure e alla presenza di covenant». Per contro, «il tasso di recupero per i bond high yield secured è del 45% e scende a poco sopra il 35% per i bond unsecured».

Detto questo, aggiunge Pastorelli, «il vantaggio dei bond high yield è rappresentato dalla liquidità e quindi rispondono meglio alle esigenze di un investitore che necessita di strumenti facilmente liquidabili e disposto ad accettare maggiore volatilità in cambio di un total return potenzialmente più elevato». In quest'ottica Ver Capital sta lanciando un nuovo fondo dedicato ai bond corporate high yield europei acquistabile anche dagli investitori retail e che propone una cedola fissa annua con obiettivo del 2-2,5% e che ha la particolarità di avere una scadenza di soli tre anni. Si tratta di un comparto UcitsIV a nav giornaliero denominato Ver Capital Cedola 2019. Pastorelli spiega inoltre che «i titoli in portafoglio andranno a scadenza e daremo cassa agli investito-

ri, senza trasferire il denaro su un nuovo fondo come fanno normalmente i fondi cedola; questa particolare caratteristica può essere molto interessante anche per gli istituzionali». Per contro, dice ancora l'analista di Ver Capital, «i loan senior secured rappresentano l'investimento ideale per chi voglia prendere esposizione al mercato del debito corporate europeo ottimizzando il rapporto rischio-rendimento, grazie alla minore volatilità, alle maggiori tutele contrattuali e al fatto di essere floating rate, comportando quindi un minor rischio di mercato rispetto ad altri strumenti a reddito fisso».

Tornando appunto agli investitori, «in Italia c'è minore abitudine da parte di assicurazioni, fondi pensione, family office o casse di previdenza nei confronti di questo tipo di asset», fa notare Luca Buccelli, a capo dell'ufficio milanese di Tikehau Capital, «ma vediamo un grande interesse e riteniamo che potremo assiste-

CHI HA FINANZIATO LE ULTIME OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY ITALIANE

Data	Società target	Investitori finanziari	Finanziatori	Tla (1)	Spread Tla sopra Eurib.	Tlb (2)	Spread Tlb sopra Euribor	Totale fin. (3)	Ebitda	Leva totale (4)
◆ in corso	Artsana	Investindustrial	BnpParibas, Natixis, Uncredit	100	375	250	450	350	126,00	4,50
◆ in corso	DOC Generici	CVC	nd			325	500	325	59,60	5,45
◆ Q1 2016	Limacorporate	EQT	Muzinich, Unicredit e altri			261	525	261	49,70	5,00
◆ in corso	Grandi Navi Veloci	Sponsorless	Banco Popolare, Banca Imi, Mps, UBI			225	nd	225	46,50	4,73
◆ Q4 2014	Fios	Investindustrial	Unicredit e altri	45	425	120	475	165	40,30	4,10
◆ Q3 2015	Comdata	Carlyle	BnpParibas, Bpm, Credit Agricole, Banca Imi, Natixis, SocGen, Unicredit			150	450	150	40,00	4,00
◆ Q2 2016	Dedalus	Ardian	BnpParibas					135	45,00	3,00
◆ Q4 2015	B&B	Investindustrial	Banca Imi, Muzinich, Unicredit	35	400	90	450	125	25,00	4,40
◆ Q4 2015	Cigierre	BC Partners	Unicredit e altri			120	425	120	33,00	4,00
◆ Q3 2014	SIT	Sponsorless	Blackrock, BNP Paribas, Bper, Cariparma, CR Bolzano, CVC, Sankaty, UbiBanca	38	475	80	550	118	35,98	4,60
◆ Q1 2015	Pavan	Alpha Equity Part.	Bpm, Bper, IKB, Bancalmi, Mps, Natixis, Rabobank	40	350	75	400	115	30,00	3,70
◆ Q2 2016	Arcaplanet	Permira	BnpParibas, Natixis, UniCredit				475	105	23,00	4,60
◆ Q1 2015	Sematic	Carlyle	Bnp Paribas, Banca Imi, SocGen, Unicredit			110	450	110	31,43	3,50
◆ Q2 2015	Arredo Plast	Clessidra	BnpParibas, Bancalmi, Unicredit	37,5	400	72,5	450	110	32,00	3,40
◆ Q3 2015	IRCA Group	Ardian	BnpParibas, Ikb, Unicredit	20	375	80	425	100	26,00	3,60
◆ Q1 2015	Pittarosso	Lion Capital	nd	45	425	55	475	100	30,00	3,50
◆ in corso	Viscolube	Stirling Square Cap.	Bpm, Banca Imi	28,5	400	66,5	450	95	26,60	3,30
◆ Q3 2015	Acetum	Clessidra	nd	35	350	58	400	93	22,10	4,15
◆ Q4 2015	Ceme	Investcorp	Pop. Vicenza, Centro Banca, Commerzbank,			85	500	85	25,00	3,40
◆ Q3 2015	IBSL	Permira	BnpParibas, Credit Suisse, Unicredit, Credit Agricole			80	425	80	17,20	3,00
◆ Q1 2016	Beta	TIP					nd	75	20,00	3,75
◆ Q2 2015	Savino Del Bene	Sponsorless	BNP Paribas			70	450	70	49,00	3,50
◆ Q1 2016	Comdata	Carlyle	Mitsubishi			60	450	60	nd	4,00
◆ Q1 2016	Calucem	Ambienta	Banca Imi, SocGen	20	350	40	400	60	16,00	3,40
◆ Q4 2015	Suba Seeds	Paine & Partners	Unicredit e altri			50	nd	50	8,20	6,10
◆ Q2 2015	AEB Group	SK Capital	Bnp Paribas, GE Capital Interb., Unicredit	20		33	450	53	13,30	4,00
◆ Q1 2016	F2A	Ardian	Bpm, Unicredit, Cariparma			47	nd	47	9,70	4,85
◆ Q4 2015	Phoenix	Chequers	Unicredit e altri			40	350	40	12,10	3,31
◆ Q2 2015	Alpitour	Sponsorless	Bpm, Banca Imi			35	325	35	nd	nd
◆ Q1 2015	Facile.it	Oakley	Bpm e altri			30	nd	30	7,70	nd
◆ Q3 2016	Philippe Model	21 Investimenti	Unicredit, Banca Friuladria					30 (5)	10,00	3,00
◆ in corso	SIT	Sponsorless	nd			25	550	25	37,70	4,00
◆ Q2 2016	Tecres/aap Biomat.		Banca Imi					15 (5)	15,00	4,20

Note: (1) Term Loan Amortizing - (2) Term Loan Bullet - (3) non comprende le linee di circolante e capex - (4) totale finanziamento su ebitda - (5) subordinato Fonte: Dati pubblici elaborati da Tikehau Capital per MF-Milano Finanza

re allo stesso fenomeno che si è verificato in Francia quattro anni fa, quando abbiamo lanciato i primi fondi di questo tipo. Si trattava di fondi chiusi, per evitare di dover svendere parte del portafoglio nel caso in cui qualcuno degli investitori volesse liquidare l'investimento in un momento poco vantaggioso. Le assicurazioni francesi che si sono avvicinate quattro anni fa ai nostri fondi», conclude Bucelli, «oggi stanno aumentando significativamente l'esposizione. Questi strumenti presentano un limitato assorbimento di capitale in base a Solvency 2 e per le assicurazioni ciò non è un fatto secondario; all'investitore viene comunicato l'esatto portafoglio del fondo, per cui il peso del capitale può essere associato a ciascun prestito sottostante».

Tipicamente i fondi di credito comprano la componente bullet del prestito, cioè quella con rimborso del capitale a scadenza, mentre le banche privilegiano la componente amortizing, cioè con rimborso graduale del capitale. In ogni caso stiamo parlando di finanziamenti a supporto di operazioni di una certa dimensione relative ad acquisizioni di aziende con ebitda superiore a 50 milioni di euro. Se l'ebitda è inferiore ai 20 milioni, le operazioni vengono generalmente sindacate tra banche, mentre per le operazioni di dimensione intermedia è possibile che i fondi intervengano. In fase di emissione primaria e dopo l'incontro con gli investitori, l'operazione viene chiusa nel giro di 10-15 giorni, mentre sul secondario non esiste una regola.

La poca liquidità, oltre che le dimensioni di impresa medio-piccole, spiegano anche l'alto rapporto rendimento-rischio che ancora offrono le emissioni di mini-bond (al di sotto dei 50 milioni) quotate sull'ExtraMot Pro di Borsa Italiana. L'ultimo barometro di minibonditaly.it ed Epic sim indica infatti che a fine settembre il taglio medio delle 169 emissioni considerate (per un controvalore complessivo di 1,47 miliardi) era di 8,7 milioni per una scadenza di 5,7 anni e una cedola lorda del 5,39%. Il tutto per rating che sono assolutamente coerenti con quelli medi dei leveraged loan italiani, se non più elevati. Peraltro spesso si tratta di emissioni di aziende particolarmente dinamiche. «Una ventina di mini-bond per un controvalore di ben 400 milioni è stata emessa da pmi che fanno parte del percorso Elite di Borsa Italiana», ha detto nei giorni scorsi Marta Testi, head of Elite Growth Europe, in occasione di un webinar di Leanus e BeBeez. E, sempre tra le aziende che partecipano al programma Elite, sono state contate una cinquantina di operazioni di private equity e ben 120 operazioni di m&a e joint venture, che in molti casi sono state finanziate con leveraged loans. (riproduzione riservata)

Innova Italy 1 raccoglie 100 milioni e si quota il 19

di Stefania Peveraro

Innova Italy 1 ha raccolto 100 milioni di euro. Si tratta della nuova Spac promossa da Fulvio Conti (presidente, ex ceo Enel), Marco Costaguta (consigliere, fondatore Long Term Partners), Paolo Ferrario (amministratore delegato, managing director di Augent Partners), Francesco Gianni (consigliere, fondatore dello studio legale Gianni Origoni Grippo Cappelli e Partners) e Alessandro Pansa (consigliere, ex ceo Finmeccanica) con una quota del 20% ciascuno per un investimento complessivo di circa 2 milioni. Innova

Italy 1 richiama nel nome l'obiettivo di investimento: società con un valore dell'equity compreso tra 150 e 350 milioni di euro, con un significativo tasso d'innovazione tecnologica e attive nei settori della meccanica, della mecatronica, della robotica o del medicale. Il provvedimento di ammissione di Borsa Italiana è atteso per lunedì 17 ottobre e le negoziazioni all'Aim Italia potrebbero partire il 19. A sottoscrivere i 10 milioni di azioni della Spac a 10 euro l'una (con due warrant gratuiti ogni dieci azioni) sono stati primari investitori istituzionali italiani, soprattutto private banking (32%) e casse di previdenza

e fondazioni (26%), seguiti da asset manager (16%), banche (14%), property desk (8%) e assicurazioni (4%). Altri tre warrant ogni dieci azioni saranno assegnati alla finalizzazione della business combination agli azionisti non recedenti. Banca Imi e Banca Akros sono joint global coordinator e joint bookrunner. Banca Imi è anche nomad e specialist, mentre Banca Esperia e Banca Aletti sono i placement agent. Innova Italy 1 è assistita dallo studio legale Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli, mentre le banche sono affiancate da Dla Piper: Kpmg è la società di revisione di Innova Italy 1. (riproduzione riservata)

Gianrito Nicodemo
Senior Portfolio Manager

ZEST MIX

ZEST è il giusto mix di creatività, innovazione, passione e controllo del rischio.
Per dare una nota piccante ai tuoi investimenti e tutta la tranquillità che hai sempre voluto.

www.zest-management.com

ZEST ASSET
MANAGEMENT
SICAV
Il gusto del risultato

Messaggio pubblicitario: prima dell'adesione a qualsiasi prodotto leggere il prospetto informativo e il KIID, che possono essere reperiti presso i soggetti collocatori e all'indirizzo internet www.zest-management.com