

**NUOVI SVILUPPI** Si affolla il comparto dei fondi di investimento dedicati alle obbligazioni delle pmi non quotate. Ecco chi sono i protagonisti di questo nuovo mercato e cosa vogliono offrire a investitori e imprese

di Stefania Peveraro

**M**entre si avvicina il sospirato momento in cui il governo aggiornerà le norme che lo scorso anno hanno aperto il mercato dei cosiddetti mini-bond, società di gestione, banche e consulenti si stanno dando da fare per ritagliarsi per tempo il loro ruolo e partecipare a quella che si presenta l'imperdibile occasione di business dei prossimi anni. Ma anche un'occasione molto interessante da sfruttare sia da parte degli investitori che delle imprese.

Questa corsa ad assicurarsi un posto al sole, però, sta creando nelle ultime settimane un vero e proprio affollamento di iniziative, che potrebbero lasciare perplessi proprio i destinatari principali e cioè investitori e imprese. Il tutto mentre per il momento sono ancora molto poche le emissioni di mini-bond, cioè delle obbligazioni emesse da società italiane non quotate definibili come piccole e medie imprese.

**La tabella** in pagina elenca i bond emessi negli ultimi mesi grazie alla nuova normativa in vigore, che è però stata sfruttata anche da emittenti di dimensioni ragguardevoli, come Cerved Group, Sisal, Teamsystem, Guala Closures, Manutencoop Facility Man., Gamenet e da ultimo Marcolin. Ma l'obiettivo vero è in realtà quello di finanziare le pmi italiane, in presenza di un impegno sempre minore da parte del sistema bancario su questo fronte. E le aziende potenzialmente interessate e interessanti sono migliaia, cioè ben di più di quella mancata di imprese che sinora sono riuscite a portare sul mercato una propria emissione, a partire dalla prima, quella da 3 milioni di Caar, società piemontese di engineering specializzata nei settori automotive, aerospaziale e ferroviario, sbarcato lo scorso luglio sul mercato ExtraMot Pro. Quest'ultimo è il segmento creato da Borsa Italiana, destinato ai soli investitori professionali, proprio allo scopo di ospitare i mini-bond, con costi di quotazione e tempi di ammissione molto contenuti. Un mercato che ricalca l'esperienza del segmento Bondm della borsa di Stoccarda, dedicato ai bond delle pmi tedesche e che, ha ricordato Kevin Tempestini di KT&Partners intervenendo a un convegno di Confindustria Venezia nei giorni scorsi, al momento vede quotati 26 titoli, con emissioni che vanno da un minimo di 13 a un massimo di 200 milioni di euro. E proprio Banca di Cherasco e ADB spa, che hanno ac-

## Valanga di mini-bond

BOND EMESSI DA SOCIETÀ ITALIANE NON QUOTATE						
Emittente	Rating Moody's/S&P's/Fitch/Crif	Data call	Scadenza	Cedola %	Ammon. mln euro	Mercato di quotaz.
Manutencoop Facility Man.	B2/nd/nd/nd	01/08/16	01/08/18	8,50%	411,6	ExtraMotPro
Salini	nd/nd/BB/nd	-	01/08/18	6,125%	400	Irlanda
Teamsystem Holding	B2/B/nd/nd	15/05/16	15/05/20	7,375%	300	Lussemburgo
Cerved Technologies	B2/B/nd/nd	15/01/16	15/01/20	6,375%	300	ExtraMotPro
Guala Closures	B1/B/nd/nd	15/11/13	15/11/19	euribor3m+537,5pb	275	Lussemburgo
Sisal Holding	B1/B/nd/nd	01/11/14	30/09/17	7,250%	275	ExtraMotPro
Cerved Technologies	B2/B/nd/nd	15/01/14	15/01/19	euribor3m+537,5pb	250	ExtraMotPro
Cerved Technologies	B3/CCC+/nd/nd	15/01/16	15/01/21	8,000%	230	ExtraMotPro
Rhino Bondco	B2/nd/nd/nd	call	15/12/20	7,25%	200,7	ExtraMotPro
Gamenet	B1/B+/nd/nd	01/08/15	01/08/18	7,250%	200	Lussemburgo
Marcolin	B2/B/nd/nd	call	15/11/19	8,50%	188,1	ExtraMotPro
Zobelet Holding	B2/B/nd/nd	01/02/15	01/02/18	7,875%	180	Lussemburgo
Prada (private placement)	nd/nd/nd/nd	-	01/07/18	2,750%	130	-
Mille Uno Bingo	nd/nd/nd/nd	esercitabile	15/11/18	euribor3m+560pb	30	ExtraMotPro
Sudcommerci srl	nd/nd/nd/nd	call	09/10/18	6,00%	22	ExtraMotPro
Manutencoop Facility Man.	B2/nd/nd/nd	01/08/16	01/08/18	8,50%	13,4	ExtraMotPro
Buscaini Angelo srl	nd/nd/nd/nd	-	01/04/15	7,000%	10	ExtraMotPro
Grafiche Mazzucchelli	nd/nd/nd/nd	31/12/16	31/12/19	8,00%	10	ExtraMotPro
Filca	nd/nd/nd/BBB+	-	30/09/19	6,000%	9	ExtraMotPro
Meridie	nd/nd/nd/nd	esercitabile	12/11/15	8,00%	4	ExtraMotPro
IVS Finance	nd/BB/nd/nd	01/04/16	01/04/20	7,13%	3,965	ExtraMotPro
Caar	nd/nd/nd/nd	-	01/07/18	6,500%	2,8	ExtraMotPro
Fide	nd/nd/nd/nd	-	03/06/16	euribor3m+275pb	2,7	ExtraMotPro
Istituti Finanziari Riuniti	nd/nd/nd/nd	esercitabile	02/08/17	6,25%	2,57	ExtraMotPro
Rhino Bondco	B2/nd/nd/nd	call	15/12/19	euribor3m+550pb	1,9	ExtraMotPro
Primi sui Motori*	nd/nd/nd/nd	-	08/08/16	9,00%	1,68	ExtraMotPro
Istituti Finanziari Riuniti	nd/nd/nd/nd	esercitabile	02/02/16	5,50%	1	ExtraMotPro
Istituti Finanziari Riuniti	nd/nd/nd/nd	esercitabile	02/02/15	4,25%	0,114	ExtraMotPro

\* Quotato all'Aim Italia

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

compagnato sul mercato la prima emissione Caar, hanno annunciato venerdì 15 novembre il lancio di un fondo dedicato ai mini-bond, che sarà gestito da Zenit sgr, con il supporto dell'advisor ADB spa e l'impegno finanziario di Banca di Cherasco.

**Le aziende potenziali emittenti di mini-bond**

sono migliaia. Secondo i calcoli del Cerved Group, sono poco più di 34 mila le piccole e medie imprese con ricavi compresi tra 5 e 250 milioni e con un merito di credito a livello di investment grade. Secondo Crif Rating Agency, invece, sono 10.457 le pmi potenziali emittenti, che presentano un fatturato di almeno 5 milioni di euro, un ebitda sempre positivo negli ultimi tre anni e di almeno il 10% del fatturato nell'ultimo esercizio, e un rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto

non superiore a 4. Non solo. Anche Legacoop ha fatto i suoi calcoli e stima che in Italia ci siano 238 imprese cooperative di medie dimensioni aderenti potenzialmente in grado di emettere mini-bond, numero che arriva a 400 considerando anche società dai valori di produzione più elevati.

**Ma come faranno le aziende a scegliere l'interlocutore migliore dal quale farsi finanziare? MF-Milano Finanza ha tentato un primo confronto fra tut-**

te le iniziative appena lanciate o in rampa di lancio, ponendo particolare attenzione ai rendimenti offerti agli investitori (e quindi i costi del servizio del debito) e alle garanzie richieste alle imprese emittenti e agli imprenditori loro azionisti. Inoltre, «l'imprenditore deve tenere conto anche dei costi di strutturazione dell'operazione», spiegano Eugenio Namor e Giovanni Landi di Anthilia sgr, che precisano: «Bisogna considerare il costo della revisione dei bilanci, quello dell'assistenza legale e dell'advisor. Tutti oneri che, abbiamo calcolato, si possono stimare in circa 30 punti base all'anno per un bond da 5 milioni a quattro anni». A parte c'è il costo del rating. In generale i fondi tendono a pagarlo loro e a non caricare quindi questo ulteriore costo sulle imprese emittenti.

**La tabella** nella pagina accanto non pretende comunque di essere esaustiva, perché spuntano nuove iniziative sempre più spesso. Per esempio, in tabella non è stato segnalato il progetto, peraltro già anticipato da MF-Private Equity lo scorso settembre, che vede impegnati i fondatori di Antares Private Equity, arrivato al termine del suo periodo di investimento. Stefano Romiti, Guido Vesin e Mario Bongiorno, affiancati da un ex manager bancario, si occuperanno della selezione degli investimenti, con il portafoglio che sarà poi gestito da una sgr, già identificata. Il progetto, che punta a raccogliere da 150 a 200 milioni di euro, si trova in fase avanzata di marketing presso uno svariato numero di potenziali investitori istituzionali. Il fondo investirà in mini-bond e altri strumenti di debito anche ibrido e convertibile. Allo stesso modo, la tabella non cita l'iniziativa di Ver Capital sgr, che sta lavorando al lancio del suo quinto fondo dedicato agli strumenti di credito e che in questo caso sarebbe dedicato solo all'Italia, a differenza dei fondi precedenti che avevano un focus europeo. Il fondo, spiega a MF-Milano Finanza l'amministratore delegato Andrea Pescatori, «non intende affiancare le imprese nella strutturazione dei bond in emissione. Vogliamo continuare a fare quello che abbiamo fatto finora, cioè i gestori. Quindi investiremo



Marco Barbaro

Gianni Zonin

(continua a pag. 34)

(segue da pag. 32)

in bond esistenti o in prestiti, sulla base di adeguata documentazione e due diligence. Certamente non comprenderemo mini-bond. Piuttosto comprenderemo quote di emissioni o di prestiti nell'ordine dei 50-100 milioni o anche oltre».

E un approccio analogo, anche se meno concentrato, ne avranno anche alcuni gestori di fondi aperti. Per esempio, proprio venerdì 15 novembre Mediolanum ha annunciato il lancio di due nuovi fondi che per una quota investiranno anche in mini-bond. In particolare il fondo Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia, con advisor Muzinich&Co, che prevede appunto una quota di bond compresa tra il 75 e il 100% e una quota di azioni da 0 al 25%, in entrambi i casi anche di emittenti non quotati di piccole e medie dimensioni. Mentre in occasione del lancio del progetto LiberaImpresa, che vedrà Azimut nella veste di accompagnatore degli imprenditori in tutte le fasi della vita della loro impresa, giorni fa l'amministratore delegato Pietro Giuliani, aveva spiegato a MF-Milano Finanza: «Potremo affiancare gli imprenditori con finanziamenti e/o equity, che Azimut potrebbe procurare direttamente come

## Ma i project bond restano al palo

**L**e norme del Decreto Sviluppo di fine 2012 non solo hanno spianato la strada per la nascita di un mercato dei bond delle pmi italiane, ma hanno anche posto le basi per lo sviluppo di un mercato dei project bond, quelli che vanno a finanziare infrastrutture nuove o rifinanziare progetti già in esercizio.

Proprio in quanto società non quotate, gli spv di progetto che volessero emettere project bond, da quotare su un mercato regolamentato, potranno godere infatti dei vantaggi fiscali introdotti dal Decreto, vale a dire dell'esenzione dalla ritenuta per gli investitori non residenti e della deducibi-

lità degli interessi passivi come le società quotate. Oltre al fatto che gli spv non sono più soggetti ai limiti all'emissione stabiliti dall'art. 2412 del codice civile. Infine, c'è la facoltà per le compagnie di assicurazione di destinare i project bond alle riserve tecniche, al pari dei titoli di Stato.

Ma a differenza di quanto è accaduto sul fronte dei minibond, al momento di project bond italiani non se ne sono visti. Secondo Moody's, evidentemente qualcosa si sta muovendo. Tanto che al tema l'agenzia di rating ha dedicato un breve report pubblicato la scorsa settimana, in cui si sostiene che entro breve il mercato dovrebbe decollare.

Holding oppure, nel caso di finanziamenti nella forma di mini-bond, tramite i suoi fondi che, in base alla direttiva Ue Ucits IV, possono investire sino al 10% del patrimonio in strumenti non quotati. Non escludiamo nulla».

Tra le iniziative già finanziate, secondo quanto risulta a MF-Milano Finanza, quella più ricca è quella promossa da Banca Popolare di Vicenza che, ancora prima di aver costituito formalmente il fondo, ha già deliberato in cda la possibilità di investire sino a 250 milioni di euro in mini-bond. Questi saranno successivamente trasferiti al fondo, ma la banca resterà comunque investita per circa 50 milioni, nel fondo e/o negli stessi titoli

collocati. Ha già raccolto 130 milioni di euro anche il fondo di private debt di Emisys sgr, grazie all'investimento condotto dagli azionisti della sgr (Fineurop e Intesa Sanpaolo), dal Fei e dal Fondo Italiano d'Investimento. Mentre il fondo lanciato da Finint sgr, «può contare sul contributo di Mps, che ha già deliberato di contribuire al fondo con un impegno sino al 25% della raccolta», ha spiegato Mauro Sbroggi, ad di Finint sgr, anticipando che «per inizio dicembre ci aspettiamo di annunciare il primo closing a 50 milioni». «Nel Gruppo Bnp Paribas ci sono degli investitori potenziali del fondo, ma i capitali arriveranno soprattutto da investitori istituzionali terzi», dice a MF-Milano Finanza

Marco Barbaro, amministratore delegato di Bnp Paribas Investment Partners sgr, il quale precisa che «le banche che proporranno al fondo un'emissione di mini-bond, si impegneranno a sottoscrivere almeno il 20% di ciascuna emissione originata». Quanto alla gestione del fondo, «sarà affidata allo stesso team che in Francia gestisce da due anni i 2 miliardi di euro di asset di due fondi dedicati ai minibond europei». Tutti attori che stanno già lavorando allo sviluppo di questa nuova attività, contando anche sul fatto che a breve il governo riuscirà a licenziare il promesso aggiornamento della normativa introdotta nell'autunno 2012 con il Decreto Sviluppo, che ha parificato il

trattamento fiscale dei bond emessi da società non quotate a quello più favorevole dei titoli emessi da società quotate, consentendo alle stesse società di superare i limiti alle emissioni di obbligazioni previsti dall'articolo 2412 cc.

**L'aggiornamento** è molto importante, non solo perché favorirà l'investimento in minibond da parte di assicurazioni, fondi pensione ed enti pubblici previdenziali e assicurativi, ma anche perché, spiega Stefano Sostero, del team di gestione della Italian Private Debt Initiative di Muzinich, «prevede che l'imposta di registro che un'azienda deve pagare nel momento in cui fornisce un immobile a garanzia di un credito nella forma di un bond sia equiparata a quella dello 0,5% pagata nel caso in cui la garanzia sia offerta a supporto di un prestito bancario. Inoltre viene previsto che anche i beni strumentali possano essere dati a garanzia a fronte dell'emissione di un'obbligazione, mentre ora questo è possibile solo a fronte di un prestito bancario». (riproduzione riservata)

Quotazioni, altre news e analisi su [www.milanoфинanza.it/minibond](http://www.milanoфинanza.it/minibond)

[www.animasgr.it](http://www.animasgr.it)

Quante azioni vorresti avere in portafoglio quando i mercati salgono?

E quando scendono?

**ANIMA**  
CHI RISPARMIA AMA



Scopri di più su [www.animasgr.it/highpotential](http://www.animasgr.it/highpotential)



Numero verde

**800.388.876**

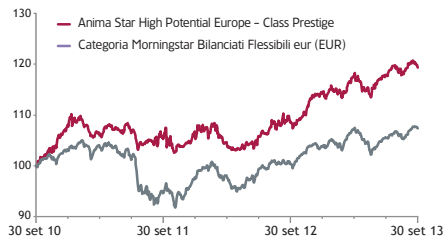
## Anima Star High Potential Europe

Difendere gli investimenti nelle fasi di discesa dei mercati azionari è importante quanto catturare le fasi di rialzo.

ANIMA ha unito una strategia azionaria flessibile al talento dei suoi gestori con l'obiettivo di:

- difendere il capitale in caso di ribasso
- accompagnare le fasi di rialzo dei mercati
- contenere la volatilità del portafoglio

Lo dimostrano le performance positive ottenute anche nel difficile contesto dei mercati degli ultimi anni:



Performance media annua al 30/09/13	1 anno	3 anni annualizzata
Anima Star High Potential Europe Prestige	+11,5%	+6,1%
Categoria Morningstar Bilanciati Flessibili Eur*	+7,9%	+2,5%

La deviazione standard (volatilità), calcolata sulla base di tre anni, è del 5,7%.

\* Il riferimento utilizzato è la categoria di appartenenza del comparto determinata da Morningstar.

Indicatore di volatilità ex-ante: 20%, rappresentato dal limite di volatilità deliberato dal CDA di Anima Asset Management Ltd. Indicatore di volatilità ex-post: 5,7%, calcolato sulla base dei rendimenti ufficiali della classe, annualizzando il valore calcolato su rendimenti settimanali. Rendimenti al lordo degli oneri fiscali. Prima dell'adesione leggere il prospetto disponibile presso la società, i collocatori in Italia o sul sito [www.animasgr.it](http://www.animasgr.it). I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il collocamento del prodotto è sottoposto alla valutazione di appropriatezza o adeguatezza prevista dalla normativa vigente. ANIMA Sgr è distributore globale della sicav ANIMA Prima Funds.