

OBBLIGAZIONI Sono almeno 26 i fondi dedicati al debito delle pmi italiane. Un terzo dei 4,5 miliardi di euro programmati è già stato raccolto. Ma adesso bisogna trovare dei buoni business plan da finanziare.

La febbre dei minibond

di **Stefania Peveraro**

Sono almeno 26 i fondi dedicati al private debt delle aziende italiane lanciati sinora, il cui target complessivo di raccolta è di 4,55 miliardi di euro (incluso anche i 500 milioni relativi al Fondo italiano d'Investimento). I closing sinora già dichiarati totalizzano 1,5 miliardi (di cui 250 milioni del Fondo italiano). Il calcolo, effettuato da *MF-Milano Finanza*, peraltro non è esaustivo, perché in arrivo ci sono altri fondi, dal focus sia nazionale che regionale. Nel calcolo sono considerati anche fondi di private debt che investiranno in private placement e quindi in bond di dimensione compresa tra i 30 e i 50 milioni. Fondi di questo tipo sono per esempio quelli lanciati da Equita sim o da Sace. In ogni caso, il mercato degli investitori pare già ben attrezzato, e di capitali da investire nel debito delle pmi italiane ce ne sono già parecchi sul piatto, senza contare quelli a disposizione dei fondi di investimento obbligazionari aperti, il cui regolamento prevede la possibilità di investire una parte del patrimonio in titoli non quotati di aziende (è il caso di alcuni fondi di Azimut sgr e di Mediolanum sgr).

Il timore di tutti i protagonisti di questo settore è però che tra i primi emittenti ci siano anche i primi default, il che assesterebbe un gran brutto colpo a un mercato che è ancora in fasce. Da qui la grande attenzione alle possibili garanzie da associare alle emissioni di minibond e quindi le grandi aspettative sul ruolo del Fondo Centrale di Garanzia. D'altra parte, «la vera garanzia

che un debito sia rimborsato è la bontà del progetto industriale che è andato a finanziare e, più direttamente, la sua capacità di generare reddito e quindi

cash flow», sottolineano Luciano Martinoli e Francesco Zanotti, partner di Cse-Crescendo, boutique milanese di consulenza strategica che nei giorni scorsi ha organizzato una tavola rotonda a porte chiuse sul tema dei minibond. Cse-Crescendo, in uno studio dello scorso febbraio anticipato da *BeBeez* (il sito internet

dedicato a private equity, venture capital e private debt, promosso da Aifi e di cui *MF-Milano Finanza* è media partner), ha però dimostrato che le 15 pmi che a quella data avevano emesso minibond e li avevano quotati all'ExtraMot Pro, non hanno mai presentato il progetto di sviluppo agli investitori, almeno nel

Documento di Ammissione richiesto da Borsa Italiana.

Ma se il business plan non c'è nei documenti ufficiali a disposizione del pubblico, questo invece viene assolutamente richiesto dalle società di rating. «Il nostro mestiere è proprio quello di capire se la società che abbiamo di

fronte sarà in grado di generare le risorse necessarie a ripagare in futuro interessi e debito», ha detto Mauro Alfonso, amministratore delegato di Cerved Rating Agency, la neonata società del gruppo Cerved nella quale sono state concentrate le attività di rating, portate avanti da un team di 160 analisti. «Sinora ci siamo concentrati sui singoli emittenti, ma ora andremo oltre. Stiamo infatti finalizzando la metodologia da adottare per assegnare i rating alle singole emissioni, per tenere conto delle differenti garanzie associate ai bond, compresi eventuali asset relativi ai singoli progetti che andranno finanziati», ha aggiunto Alfonso, che ha però tenuto a sottolineare che «la vera garanzia resta comunque la capacità delle aziende di generare cassa».

A valutare tale capacità sono anche gli investitori e le banche advisor, a loro volta utilizzatori dei rating. Il controllo, insomma, è incrociato e puntuale. «Una due diligence accurata dell'affidabilità dell'emittente e del suo piano industriale va anche oltre gli aspetti finanziari e industriali e tiene conto anche di aspetti socio-ambientali, che in alcuni casi possono avere un potenziale negativo deflagrante, se non se ne tiene conto», ha commentato in occasione della tavola rotonda Michele Guerrieri, direttore commerciale di PensPlan Invest sgr. Quest'ultima è il gestore del fondo Euregio, con focus regionale sulle imprese del Trentino Alto Adige, che ha già al suo attivo 4 investimenti in minibond e con-



ta di sottoscriverne altri 5 entro il prossimo fine luglio.

A proposito di progetti finanziati con i minibond, però, va fatto un distinguo. Se l'azienda in questione è una utility, allora per finanziare singoli progetti infrastrutturali ci vogliono dei mini-project bond e non dei minibond tradizionali, più adatti alle aziende industriali. Per esempio, la Rigoni di Asiago ha appena annunciato che emetterà un minibond da 5 milioni assistito da Banca Popolare di Vicenza. L'emissione servirà a finanziare l'acquisizione di uno stabilimento ex Paluani a Trento per aumentare la capacità produttiva del noto gruppo produttore di miele, marmellate e succhi di frutta.

Su questo tema Stefano De Capitani, presidente di Amag, controllata dal Comune di Alessandria e partecipata da altri piccoli comuni del territorio, intervenendo alla tavola rotonda ha detto: «Amag esce da due anni di difficoltà, a seguito del dissesto del Comune di Alessandria. Ma ora siamo finalmente fuori dal tunnel e ci prepariamo a investire per ampliare la nostra attività oltre l'attuale distribuzione di gas al dettaglio e gestione del servizio idrico, alla raccolta e smaltimento dei rifiuti. Mi chiedo se un minibond possa essere una soluzione per noi o se invece non sia meglio rivolgersi alle banche».

Andrea Piazzetta, vicedirettore generale e responsabile divisione finanza di Banca Popolare di Vicenza, sponsor del fondo di minibond di Lyxor sgr e a sua volta investitore diretto nei nuovi strumenti ha chiarito che «i fondi di minibond puntano a finanziare emittenti con i conti in equilibrio. Tuttavia, nel caso di una utility, un project bond verrebbe comunque preso in considerazione, perché sarebbe garantito dai flussi di cassa generati dal progetto infrastrutturale sottostante. In ogni caso, oggi gli istituti di credito, per le note ragioni di coerenza con le nuove normative di vigilanza internazionale, hanno

meno possibilità di fare impieghi, Noi banche tendiamo a erogare credito a breve con impegno di rimborso periodico del capitale, il che non è una soluzione ottimale se l'azienda ha necessità di finanziare un progetto di sviluppo che vedrà i suoi ritorni dopo 5-6 anni. In questo caso, invece, il minibond è perfetto».

E infatti, ha spiegato Guerrieri di Pensplan Invest sgr, «i fondi di minibond, come Euregio, sono

strutturati con una vita lunga almeno 10 anni. Ciò detto, so di fondi che hanno previsto non più di 5 anni, ma non me lo spiego, perché in quel caso è come se il fondo stesse finanziando il circolante a breve».

Certo, se oltre alla bontà del piano industriale dell'emittente, il bond può contare su una garanzia pubblica, è meglio. In ogni caso, però, il governo ha lavora-

to per spingere gli investitori a essere il più cauti possibile nella diversificazione del rischio di portafoglio. Francesco Pacifici, membro della segreteria tecnica del ministero dello Sviluppo Economico, in occasione della tavola rotonda ha anticipato che «a brevissimo sarà pubblicato il decreto interministeriale di Tesoro e Sviluppo Economico che dovrà specificare le modalità tecniche funzionamento del Fondo

Centrale di Garanzia in tema di garanzia agli investimenti in minibond delle sgr. È stato previsto che la garanzia possa coprire sia le singole emissioni che l'intero portafoglio, ma con la differenza che la percentuale di copertura prevista per le singole emissioni sarà più bassa di quella prevista per un intero portafoglio, a patto che si tratti di un portafoglio ben diversificato. E a questo fine è stata studiata una percentuale massima di investimento per singola emissione sul totale della raccolta. Ovviamente, poi, è stato previsto un limite massimo di copertura da erogare a ogni fondo». In ogni caso, ha aggiunto Pacifici, «per il momento non è stata prevista la possibilità per gli investitori

sta la possibilità per gli investitori privati di investire direttamente in minibond, e infatti il mercato ExtraMot pro di Borsa Italiana è dedicato ai soli investitori professionali. In Germania, invece, sul mercato di Stoccarda, dove i minibond sono quotati da tempo e sul quale anche gli investitori retail possono investire, negli ultimi mesi alcuni emittenti sono andati in default, coinvolgendo gli investitori privati in una serie di situazioni che ci ricordano i tempi di Cirio e Parmalat. Magari in futuro, quando il mercato sarà più maturo, qualche fondo potrà quotarsi e permettere così ai retail di investire in questa asset class».

Il fondo di Lyxor è l'unico ad aver già messo sul tavolo l'ipotesi futura della quotazione. Per il momento, però, Piazzetta è più impegnato a dare liquidità ai minibond già strutturati e quotati: «Ci impegniamo a fare prezzo sempre, nell'eventualità in cui gli investitori vogliano liquidare. Ritengo che puntare a un mercato secondario liquido serva molto anche al primario, perché incentiva gli investitori ad avvicinarsi allo strumento». (riproduzione riservata)

CHI HA LANCIATO FONDI DI MINIBOND O PRIVATE DEBT IN ITALIA

In milioni di euro Gestore	Nome del fondo	Target raccolta	Primo closing
◆ Advam Partners sgr	Advam 1	200	nd
◆ Aletti gestielle sgr	Fondo Crescita Impresa Italia	100	nd
◆ Amundi sgr	nd	200	nd
◆ Amundi sgr	nd (con Sace)	350	175
◆ Anthilia Capital Partners sgr	Bond Impresa Territorio	200	110
◆ Azimut sgr	nd (con Antares)	250	nd
◆ Bnp Paribas Investment partners sgr	Bnp Paribas Bond Italia Pmi	150	nd
◆ Compass am sa	Blue Lake Sicav-Sif Italian Minibond	nd	nd
◆ Duemme sgr	Fondo per le Imprese	150	76
◆ Emisys Capital sgr	Emisys Development	150	131
◆ Finint sgr	Fondo Minibond Pmi Italia (con Mps)	150	nd
◆ Fondo Italiano d'Investimento sgr	nd (fondo di fondi)	500	250
◆ Hedge Invest srg	HI Crescitalia Pmi Fund	250	nd
◆ Lemanik am	Equita Corporate Debt (con Equita sim)	200	nd
◆ Lemanik am	Equita Leveraged Debt (con Equita sim)	200	nd
◆ Lyxor sgr	Lyxor Berica Sme Fund (con Pop Vicenza)	100	500
◆ Muzinich&Co.	Italian Private Debt	250	156
◆ PensPlan sgr	Euregio	100	50
◆ Pioneer sgr	Pioneer Sviluppo Italia	nd	nd
◆ Riello Investimenti Partners sgr	Fondo Impresa Italia	150	nd
◆ River Rock	Italian Hybrid Capital Fund	200	nd
◆ Tenax	Tenax Opportunity Fund	200	nd
◆ Ver Capital sgr	Ver Capital Credit Partner Italia V	nd	nd
◆ Vesta Industrial	Fysis Fund sicav	100	nd
◆ Wise sgr	Wise Private Debt	250	nd
◆ Zenit sgr	Progetto MiniBond Italia	150	nd
◆ Totale		4.550	1.448

Fonte: MF-Milano Finanza

GRAFICA MF-MILANO FINANZA