

---

Anthilia Capital Partners Sgr Spa



# Minibond

## Strumenti di debito alternativi

Giovanni Landi, Daniele Colantonio, Matteo Soriani





## Sommario

1	Premessa .....	4
2	Mercato del debito in Italia .....	5
3	Riforme del quadro normativo .....	7
4	Mercato dei minibond .....	11
5	Caratteristiche delle emissioni .....	14
6	Investitori.....	17
7	Veicoli di investimento .....	18
8	Valorizzazione degli strumenti .....	21
9	Costruzione di portafoglio .....	24
10	Processo di selezione emittenti.....	31
11	Ruolo dell'agenzia di rating .....	38
12	Il ruolo degli advisor .....	43
13	Ruolo del garante .....	47
14	Considerazioni conclusive.....	49

## 1 Premessa

I cambiamenti strutturali hanno avuto origine spesso da situazioni di crisi o a seguito di rivoluzioni di natura economica, politica o sociale. La storia naturale non fa eccezione, dall'esplosione cambriana alle teorie sull'estinzione dei grandi rettili sulla terra. Da questi cambiamenti strutturali sono nati nuovi equilibri, nuovi paradigmi, una 'nuova normalità'.

Negli Stati Uniti la crisi di alcuni istituti di credito regionali negli anni '80 ha indotto il sistema a rinnovare la filiera del credito caratterizzata da un nuovo mercato dei capitali privati, nuovi strumenti di diversificazione dei finanziamenti ed in generale maggiori opportunità per lo sviluppo delle idee imprenditoriali.

I minibond sono stati introdotti nel vocabolario finanziario domestico da poco più di due anni e sono stati oggetto di una intensa attività mediatica a valle della quale sono nate alcune concrete iniziative di investimento che ad oggi risultano in diversi stadi di sviluppo.

La sfida è duplice: da una parte pensare ad un nuovo sistema di approvvigionamento delle fonti finanziarie più ricco ed articolato per le imprese, dall'altra offrire agli investitori uno strumento di investimento 'nuovo', alternativo, decorrelato, con una significativa 'esternalità positiva' legata allo sviluppo del tessuto produttivo italiano.

Le opportunità sono tante quanto le sfide, la filiera del nuovo mercato dei capitali privati nasce con un monito di trasparenza importante che, se disatteso, potrà minacciare lo sviluppo di molte delle iniziative progettate. La gestione dei conflitti di interesse a tutti i livelli, la macchina di selezione delle iniziative, l'indipendenza dei giudizi sul merito di credito e la sostenibilità dei costi per l'emittente sono solo alcuni dei punti essenziali per dare linfa concreta a questo mercato ad oggi ancora in stato embrionale.

Anthilia Sgr, con il Fondo BIT, rappresenta solo una parte dell'articolata filiera in via di formazione, proponendosi come attore che tra i primi ha creduto nelle opportunità di questo nuovo mercato rivolgendo le proprie energie a favore di una iniziativa concreta, in collaborazione con una compagine di banche territoriali che sono riuscite con coraggio a guardare più lontano della crisi contingente.

I minibond possono costituire lo strumento concreto per costruire una prospettiva diversa, oltre le barriere ed i vincoli che limitano lo sviluppo industriale del sistema Italia. Guardare lontano, nella terra che ha dato i natali a Leonardo e Galileo, può continuare a distinguere lo spirito ed il modo di fare impresa nel nostro Paese.

## 2 Mercato del debito in Italia

I vincoli di bilancio dello Stato italiano e le recenti politiche fiscali europee hanno ridotto le risorse disponibili per le imprese che hanno fronteggiato condizioni di accesso al credito progressivamente più severe.

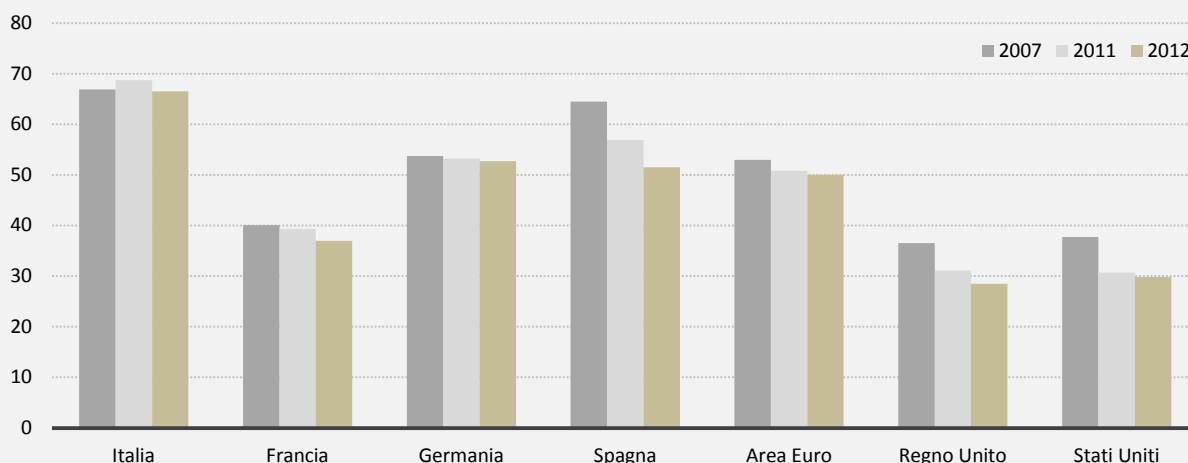
Gli interventi pubblici sono stati sempre più indirizzati a incrementare i fondi di garanzia che assistono prestiti concessi dal sistema finanziario. In Italia i finanziamenti bancari hanno rivestito un ruolo predominante sul totale dei debiti finanziari delle imprese, rappresentandone stabilmente oltre i due terzi.

La dipendenza del tessuto produttivo italiano dal sistema bancario è significativamente più alta rispetto ad altri Paesi europei ed in particolare ai Paesi di origine anglosassone. L'elevata dipendenza dal canale bancario ha posto alcuni importanti punti di riflessione in una fase congiunturale difficile come quella del periodo 2007-2013:

- Nelle fasi di congiuntura negativa si attivano dei circoli viziosi pro-ciclici. Le imprese in difficoltà affrontano crisi di liquidità o situazioni di insolvenza con conseguenze negative sul sistema bancario attraverso svalutazioni su crediti. Le banche, a loro volta, a causa dei vincoli patrimoniali, sono costrette a ridurre gli impieghi, razionando il credito alle imprese non favorendo di fatto l'uscita dalla fase di contrazione dell'attività economica.
- Il tessuto produttivo risulta strettamente legato alla congiuntura economica specifica dell'attività bancaria. In caso di crisi di liquidità del sistema finanziario, di tensioni sui bilanci bancari (ad esempio a seguito di crisi del debito sovrano) o di irrigidimento dei requisiti patrimoniali degli istituti di credito, le imprese sperimentano spesso un peggioramento nelle condizioni sui prestiti.
- La struttura finanziaria delle imprese è fortemente condizionata dalle prassi di mercato che vedono un prevalente ricorso al rinnovo di prestiti a breve termine creando un disallineamento rispetto alla struttura delle attività produttive.

Le circostanze illustrate si riverberano con intensità maggiore sulle piccole e medie imprese che hanno maggiori difficoltà a far fronte a strette creditizie non avendo la possibilità di sostituire i prestiti bancari con altre forme di finanziamento.

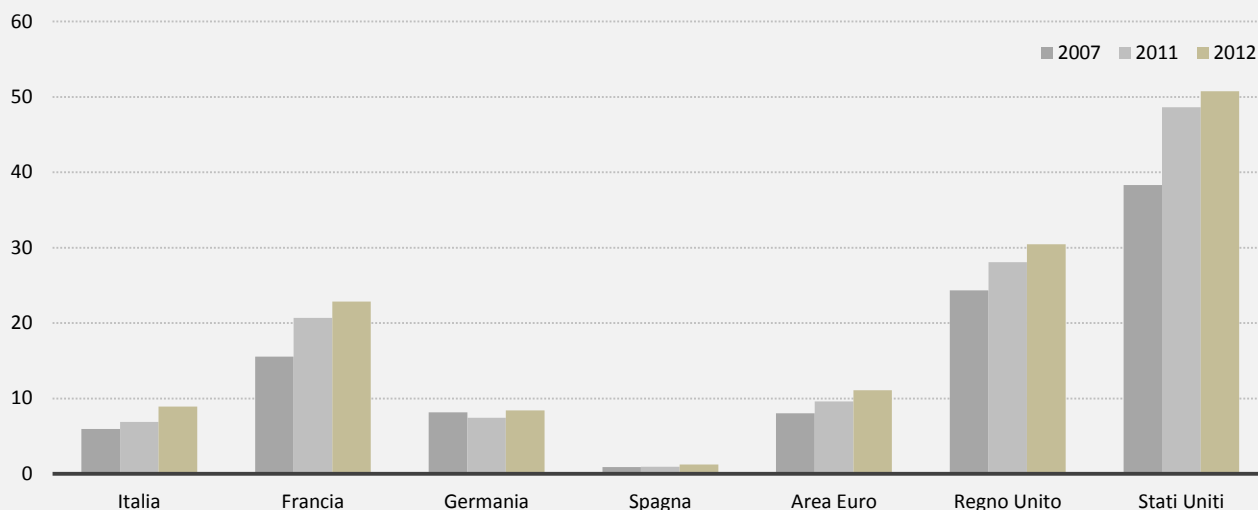
Figura 1: Prestiti bancari in rapporto al debito finanziario delle imprese non finanziarie (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; Eurostat e BCE per i Paesi dell'Area Euro; BOE per il Regno Unito; FED per gli Stati Uniti

Il ricorso al mercato del capitale di debito in Italia è storicamente sempre stato sfruttato solo dalle grandi imprese, mentre vincoli normativi e culturali hanno inibito il dinamismo di piccole e medie imprese nella diversificazione delle fonti di approvvigionamento. Il risultato è che la quota di obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese italiane non supera il 10%.

Figura 2: Obbligazioni in rapporto al debito finanziario delle imprese non finanziarie (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; Eurostat e BCE per i Paesi dell'Area Euro; BOE per il Regno Unito; FED per gli Stati Uniti

La tendenza "bancocentrica" sul mercato italiano delle fonti di finanziamento trae origine dai limiti presenti sul lato dell'offerta di capitali: il mercato del private equity non è mai decollato, il mercato azionario presenta elementi di rigidità e quello obbligazionario ha stentato a svilupparsi completamente. La crisi del sistema finanziario innescata nel 2007 ha avuto un effetto amplificato sul tessuto produttivo

italiano attraverso la propagazione delle tensioni sul debito sovrano, le politiche fiscali restrittive, le politiche regolamentari pro-cicliche ed i problemi di patrimonializzazione di molte delle banche domestiche.

Il rallentamento del ciclo economico globale ha ridotto i margini delle imprese e creato tensioni nella gestione finanziaria. Il risultato diretto è stato un aumento del numero di crediti problematici tra gli impieghi. Il peggioramento della qualità del credito, unito all'irrigidimento dei requisiti patrimoniali imposto dalle autorità europee, ha prodotto la restrizione del credito bancario, in termini di minori erogazioni e di costi più elevati. Le tensioni finanziarie delle imprese si sono inasprite, alimentando così il circolo vizioso.

La dipendenza del sistema produttivo dal sistema bancario è legata in parte anche alla cultura delle imprese e del tessuto imprenditoriale italiano. La crescita dimensionale e l'accesso a fonti di finanziamento alternative, quali il mercato del capitale di debito, comportano oneri di trasparenza e meccanismi di comunicazione diversi dagli schemi legati al finanziamento bancario. Nuove opportunità nella diversificazione delle fonti di finanziamento richiedono al contempo un adeguato sviluppo del processo informativo e della rilevazione dei dati economico patrimoniali aziendali. Mutamenti che richiedono a loro volta un approccio più "evoluto" verso la politica di comunicazione nella cultura di gestione aziendale.

### 3 Riforme del quadro normativo

Nel 2012 è iniziato un percorso di evoluzione del quadro normativo italiano finalizzato ad allineare le opportunità di finanziamento del sistema industriale domestico a quello dei più avanzati sistemi finanziari europei. La principale innovazione è stata quella dei minibond, che rappresentano l'apertura a una forma di debito complementare a quella bancaria, con implicazioni sul tessuto produttivo distribuite su vari aspetti:

- Riduzione della dipendenza delle piccole e medie imprese dal tradizionale credito bancario a breve termine. Fonti di finanziamento complementari mitigano i rischi di crisi sistemiche, aumentano la competizione nel settore finanziario e riducono potenzialmente il costo del debito per le imprese.
- Rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese, della capacità competitiva e della propensione all'internazionalizzazione. Un allungamento della durata media delle passività è più coerente con la struttura dell'attivo delle imprese, permette di costruire piani di investimento a lungo termine e riduce i rischi di crisi di liquidità. Il miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari potrebbe anche innescare nel medio termine un circolo virtuoso che porta a più favorevoli valutazioni del merito creditizio con maggiore potenzialità di accesso al credito bancario a costi ragionevoli.
- Maggiore confidenza degli imprenditori italiani al mercato dei capitali, da quello obbligazionario sino al mercato azionario. L'apertura al mercato dei capitali offre una spinta al riassetto organizzativo e all'evoluzione culturale delle imprese verso

una maggiore trasparenza. I mercati rappresentano tra l'altro una "vetrina" per la diffusione del marchio delle società emittenti, ben oltre i tradizionali confini nazionali.

- Modernizzazione del rapporto tra banche e imprese ed evoluzione verso un modello di fornitura di servizi finanziari di consulenza avanzata, favorendo l'instaurazione di rapporti di più lungo periodo tra banche e clienti e rafforzando la capacità di valutare le prospettive economico-finanziarie delle imprese. L'offerta di servizi di consulenza rappresenta per le banche una diversificazione delle voci di ricavi con un basso assorbimento di capitale e di liquidità.
- Incremento del volume intermediato dal mercato dei capitali italiano, dedicando specifici segmenti alle nuove forme di debito.
- Orientamento sull'economia produttiva italiana del risparmio interno impiegato in forme previdenziali integrative o complementari, in gestioni patrimoniali istituzionali e in riserve assicurative, finora investito principalmente nel debito governativo. Il mercato del capitale di debito italiano potrebbe raggiungere dimensioni sufficienti ad attrarre anche investitori esteri.
- Incentivo per alcune categorie di investitori istituzionali a svolgere il loro ruolo sociale di supporto al territorio.

### 3.1 DECRETO SVILUPPO E DECRETO SVILUPPO BIS

La normativa di riferimento per le prime novità in materia civilistica e fiscale è contenuta nel Decreto Sviluppo (Decreto Legge 83 del 22 giugno 2012, convertito in Legge 134/2012) e nel Decreto Sviluppo Bis (Decreto Legge 179 del 18 ottobre 2012, convertito in Legge 221/2012). Con i due decreti è stata rivista la disciplina riguardo agli strumenti di debito emessi da piccole e medie imprese e da società non quotate, nello specifico obbligazioni a medio-lungo termine (i cosiddetti minibond), cambiali finanziarie e obbligazioni subordinate e partecipative. I destinatari della novità normative sono le società di capitali, le società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro imprese (società con meno di 10 dipendenti e fatturato o totale dell'attivo non superiore a 2 milioni di euro).

L'articolo 2412 del Codice Civile stabilisce che una società per azioni (SPA) "può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato". Il limite può essere superato "se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali". Il Decreto Sviluppo consente di derogare alle norme del Codice Civile e quindi permette alle SPA di emettere obbligazioni senza limiti di ammontare a condizione che gli strumenti siano destinati ad essere quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. Una società a responsabilità limitata (SRL) può emettere titoli di debito se espressamente previsto dalla statuto che attribuisce ai soci o agli amministratori la competenza della decisione e che definisce i limiti di ammontare. Il collocamento di obbligazioni emesse da SRL è riservato solo presso investitori professionali. Le novità legislative del Decreto Sviluppo aprono alla



possibilità anche a piccole e medie imprese di finanziarsi tramite obbligazioni a medio-lungo termine.

Le obbligazioni a medio-lungo termine possono prevedere clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione. Le prime collegano al risultato economico dell'impresa parte del corrispettivo spettante all'investitore. Le clausole di subordinazione definiscono i termini della postergazione dei diritti dell'investitore rispetto agli altri creditori della società, ad eccezione dei soci in capitale di rischio. Lo scopo della previsione di una forma ibrida di obbligazioni è quello di permettere il finanziamento anche di start-up e società oggetto di ristrutturazione o rilancio.

Altre importanti novità introdotte dal Decreto Sviluppo sono le agevolazioni fiscali connesse all'emissione di minibond e titoli similari. Per i titoli quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione dei Paesi dell'Unione Europea o aderenti allo Spazio Economico Europeo inclusi nella White List, gli interessi passivi sono deducibili ai fini IRES fino a concorrenza degli interessi attivi e l'eccedenza fino al limite del 30% del margine operativo lordo (MOL o EBITDA). La medesima agevolazione vale per gli interessi passivi sui titoli non quotati solo se i titoli sono detenuti da investitori professionali, che non siano direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, soci dell'emittente, e se il beneficiario dei proventi è residente in Italia o in Paesi inclusi nella White List. I costi di emissione sono sempre deducibili ai fini IRES nell'esercizio in cui sono sostenuti, in base al principio di cassa. Per spese di emissione si intendono le commissioni per lo strutturatore, il costo del rating, le commissioni di collocamento, i compensi per prestazioni professionali tecniche e legali e le altre spese legate all'emissione.

Per quanto riguarda gli investitori in minibond e titoli similari è prevista l'esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi corrisposti da titoli quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione dei Paesi dell'Unione Europea o aderenti allo Spazio Economico Europeo inclusi nella White List.

### 3.2 MERCATO EXTRAMOT PRO

Da febbraio 2013 Borsa Italiana ha attivato ExtraMOT Pro, il nuovo segmento professionale del mercato ExtraMOT, dedicato a obbligazioni e titoli similari emessi da società di capitali, società cooperative, mutue assicuratrici o enti. Nello specifico gli strumenti ammessi sono obbligazioni societarie, tra cui i minibond, cambiali finanziarie, project bond e strumenti del mercato monetario, come ad esempio i certificati di deposito. Il nuovo segmento offre un canale semplice, flessibile e con bassi costi diretti per gli emittenti che per la prima volta si affacciano sul mercato dei capitali e che desiderano beneficiare delle agevolazioni fiscali connesse alla quotazione. L'emittente che sceglie di quotare i propri strumenti su Borsa Italiana aumenta anche la sua visibilità presso il sistema finanziario nonché verso i clienti e fornitori.

La procedura di ammissione alla quotazione è semplificata per agevolare le imprese che per la prima volta sperimentano il mercato dei capitali. Ai fini della quotazione, il primo requisito richiesto da Borsa Italiana agli emittenti è la pubblicazione dei bilanci degli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile. Per presentare la domanda di ammissione, è inoltre necessario redigere il prospetto secondo gli schemi europei oppure il documento di ammissione secondo le linee guida del Regolamento ExtraMOT, oppure ancora il documento di offerta come disciplinato dal Testo Unico della Finanza (TUF). La prima alternativa è generalmente scelta dai grandi emittenti, mentre le piccole e medie imprese prediligono il più semplice documento di ammissione. Le informazioni minime richieste nel documento di ammissione riguardano:

- 1) informazioni sull'emittente;
- 2) struttura organizzativa;
- 3) persone con ruoli di responsabilità in azienda;
- 4) principali azionisti;
- 5) informazioni di bilancio;
- 6) fattori di rischio;
- 7) informazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto di quotazione.

Borsa Italiana si riserva la possibilità di richiedere ulteriori approfondimenti o autorizzare l'omissione di alcune informazioni, in base alla tipologia di emittente.

Dopo l'ammissione alla quotazione, l'emittente è tenuto a pubblicare i bilanci annuali entro 6 mesi dalla conclusione dell'esercizio di riferimento e a divulgare ogni informazione price-sensitive, relativa a modifiche dei diritti degli investitori o legata alle caratteristiche degli strumenti, quali ad esempio cedole o piani di ammortamento. In particolare se l'emissione o l'emittente è stato oggetto di rating pubblico, è richiesto che quest'ultimo e ogni sua variazione siano resi noti al mercato.

Il segmento ExtraMOT Pro è un sistema multilaterale di negoziazione accessibile solo a investitori professionali, i quali a loro volta non possono accettare ordini provenienti da altre categorie di investitori. È prevista anche la facoltà di nominare un operatore specialista a sostegno della liquidità degli strumenti.

### 3.3 DECRETO DESTINAZIONE ITALIA

I più recenti sviluppi della normativa riguardo al mercato del debito italiano sono contenuti nel Decreto Destinazione Italia (Decreto Legge 145 del 23 dicembre 2013, n. 145, convertito in Legge 9/2014). Allo scopo di ampliare la diffusione di minibond e titoli simili, sono state introdotte specifiche misure per eliminare vincoli di natura normativa e fiscale:

- Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione ed estensione della disciplina delle cartolarizzazioni anche alle operazioni realizzate mediante la sottoscrizione di obbligazioni e titoli simili. In concreto sono eliminati alcuni onerosi

adempimenti richiesti per strutturare le operazioni di cartolarizzazione, riducendone quindi i costi.

- Agevolazione dell'investimento in minibond per assicurazioni e fondi previdenziali. Obbligazioni e titoli similari, relative cartolarizzazioni e quote di fondi che investono principalmente in tali titoli diventano ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche delle assicurazioni e diventano compatibili con i limiti di investimento dei fondi pensione. Gli strumenti sono ammissibili e compatibili anche se non quotati.

In attuazione alla disposizione, l'IVASS (l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) ha modificato il proprio regolamento inserendo nella lista degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche:

- i. Minibond, cambiali finanziarie e obbligazioni subordinate e partecipative, nel limite massimo del 3% delle riserve;
- ii. cartolarizzazioni, anche prive di rating, aventi ad oggetto obbligazioni e titoli similari, nel limite massimo del 3% delle riserve.

L'IVASS ha inoltre elevato al 3% il limite di concentrazione in un fondo che investe principalmente nelle classi di attivo di cui sopra.

- Inclusione tra le attività idonee come garanzia per le obbligazioni collateralizzate emesse da banche (cosiddetti covered bond) di obbligazioni emesse da società non quotate, relative cartolarizzazioni e crediti di piccole e medie imprese.
- Esenzione della ritenuta di acconto sugli interessi e sui proventi corrisposti a fondi che investono prevalentemente in obbligazioni e titoli similari, a condizione che le quote del fondo siano detenute esclusivamente da investitori professionali. L'esenzione è valida anche per le società veicolo che emettono titoli rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione.
- Estensione della possibilità di costituire un privilegio speciale, sui beni destinati all'esercizio dell'attività di impresa, anche a garanzia di titoli obbligazionari a medio-lungo termine, a condizione che tali titoli siano sottoscritti e destinati alla circolazione solo presso investitori professionali.
- Estensione del regime fiscale agevolato dell'imposta sostitutiva alle garanzie accessorie prestate in relazione a emissioni obbligazionarie.
- Possibilità per il Fondo Centrale di Garanzia di prestare garanzie anche alle società di gestione del risparmio, per gli investimenti dei fondi specializzati in minibond. Le garanzie possono essere scritte sia sulla singola emissione sia sull'intero portafoglio.

## 4 Mercato dei minibond

La normativa liberalizza e incentiva il ricorso al mercato del capitale di debito a livello generale per tutte le categorie di imprese ma l'aspetto più innovativo riguarda le piccole e medie imprese (PMI). Le grandi realtà industriali infatti hanno sempre avuto

maggiore potere contrattuale nell'approvvigionamento dei capitali ed hanno già sperimentato la via dell'emissione obbligazionaria. Le PMI invece, non avendo alternative al canale bancario per qualsiasi tipo di fabbisogno, denunciavano una minore flessibilità nel corso delle diverse congiunture di mercato e rispetto alle diverse esigenze finanziarie dei propri piani di investimento a medio-lungo termine. Grazie alle recenti riforme è stato effettivamente reso disponibile uno strumento con caratteristiche complementari alle soluzioni tradizionali. I prestiti bancari hanno solitamente profili di rimborso distribuiti su tutta la durata del prestito e, se di medio-lungo termine, prevedono molto spesso una garanzia reale. I minibond possono essere costruiti distribuendo con maggiore flessibilità i rimborsi di capitale adeguando al meglio i profili di fabbisogno finanziario emergenti dal business plan. Inoltre, anche se di durata oltre i 5 anni, è prevedibile che i minibond siano per lo più privi di garanzie reali sui beni dell'impresa, anche se la normativa non esclude questa possibilità nel caso del privilegio speciale sui beni strumentali.

Come già accennato in precedenza il ricorso al mercato dei capitali non rappresenta una innovazione a "costo zero" per le imprese. Questa nuova opportunità comporta un significativo sforzo verso la trasparenza e la tracciabilità dei risultati aziendali nei confronti degli investitori. È richiesto di ampliare la qualità di informazione non solo sui bilanci ma anche e soprattutto sui progetti che si intendono finanziare, sui piani di realizzazione e sui risultati attesi. Gli investitori in minibond hanno l'esigenza di avviare due diligence approfondite sulle PMI potenziali emittenti, richiedendo piena collaborazione e trasparenza. L'allargamento a fonti di finanziamento complementari richiede un impegno rilevante, volto ad accrescere in modo concreto l'apertura a soggetti esterni ed a rafforzare la struttura patrimoniale. Sarebbe irrealistico pensare che i mercati siano disposti a sostenere iniziative opache, di società patrimonialmente deboli o i cui soci non trasmettano per primi fiducia nel progetto.

È necessario considerare anche gli oneri legati all'analisi di fattibilità dell'operazione ed i costi legati alla gestione dell'emissione. L'impegno finanziario sostenuto dall'impresa deve remunerare i diversi soggetti coinvolti: i consulenti, le società di revisione, lo strutturatore e collocatore dell'emissione, studi legali, agenzia di rating, mercato di quotazione, eventuali garanti. In linea generale il costo economico dello strumento sulla gestione finanziaria non può essere valutato solamente in termini di tassi di interesse.

Se da un lato la novità dei minibond è rivolta principalmente alle PMI, dall'altro è ragionevole aspettarsi che i tagli minimi delle emissioni siano dell'ordine di alcuni milioni di euro, affinché l'ammontare dell'investimento sia appetibile per gli investitori istituzionali e il collocamento non risulti eccessivamente oneroso per l'impresa.

Dal punto di vista del sistema bancario, i minibond rappresentano un'opportunità per un'evoluzione del rapporto con i clienti corporate. Il rapporto con il territorio e lo sviluppo del tessuto produttivo sono presupposti irrinunciabili alla base degli obiettivi di un istituto di credito tradizionale. Le nuove forme di finanziamento richiedono tuttavia interventi per la formazione interna delle risorse, figure incaricate di assistere

le imprese nell'accesso al mercato dei capitali. Occorre porre particolare attenzione anche alla prevenzione dei conflitti di interesse per garantire che anche le società con meriti creditizi più problematici siano presentate sul mercato in modo trasparente, senza che gli investitori sollevino il dubbio che l'accesso al mercato dei capitali rappresenti un modo per "riparare" ad una situazione di incaglio o sofferenza derivante da impieghi precedenti.

#### 4.1 IMPRESE EMITTENTI

Il profilo aziendale tipico dell'impresa che emette minibond è caratterizzato da una dimensione medio-piccola, buona redditività negli ultimi esercizi, solidità della gestione finanziaria, stabilità dei flussi di cassa ed un preciso piano di crescita. Il profilo ideale, in teoria, dovrebbe rivolgere gli investimenti all'internazionalizzazione e possibilmente in un settore di eccellenza del tessuto produttivo italiano.

I requisiti oggettivi per l'emissione e la quotazione dei minibond sono dettati dalla normativa e sono:

- 1) forma giuridica di società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici diverse da banche e micro imprese;
- 2) assenza di procedure concorsuali, pregiudizievoli o informazioni pubbliche su crediti non onorati;
- 3) disponibilità del bilancio dell'ultimo esercizio, sottoposto a revisione contabile.

In questa fase di mercato alcuni operatori fra cui la stessa Anthilia Capital Partners Sgr, ha ritenuto di escludere start-up o società che affrontano processi di ristrutturazione (turnaround). Le due fattispecie infatti caratterizzano già specifiche tipologie di fondi sul mercato internazionale dei capitali nelle forme del Venture Capital e di alcuni tipi dei così detti fondi "distressed Debt". La mancata inclusione di queste due particolari categorie è stata dettata dalla scelta di non inserire ulteriori profili di rischio alla già articolata fattispecie del finanziamento di una impresa medio-piccola. Il premio a rischio richiesto nel mercato del "Venture Capital" e dei "Turnaround" è mediamente più elevato di quello associato ad tradizionale creditore (ancorchè di medio-lungo termine) e non a caso per tali tipologie di "fondi" il tema della partecipazione al capitale di rischio della Società target è predominante nel modello di gestione.

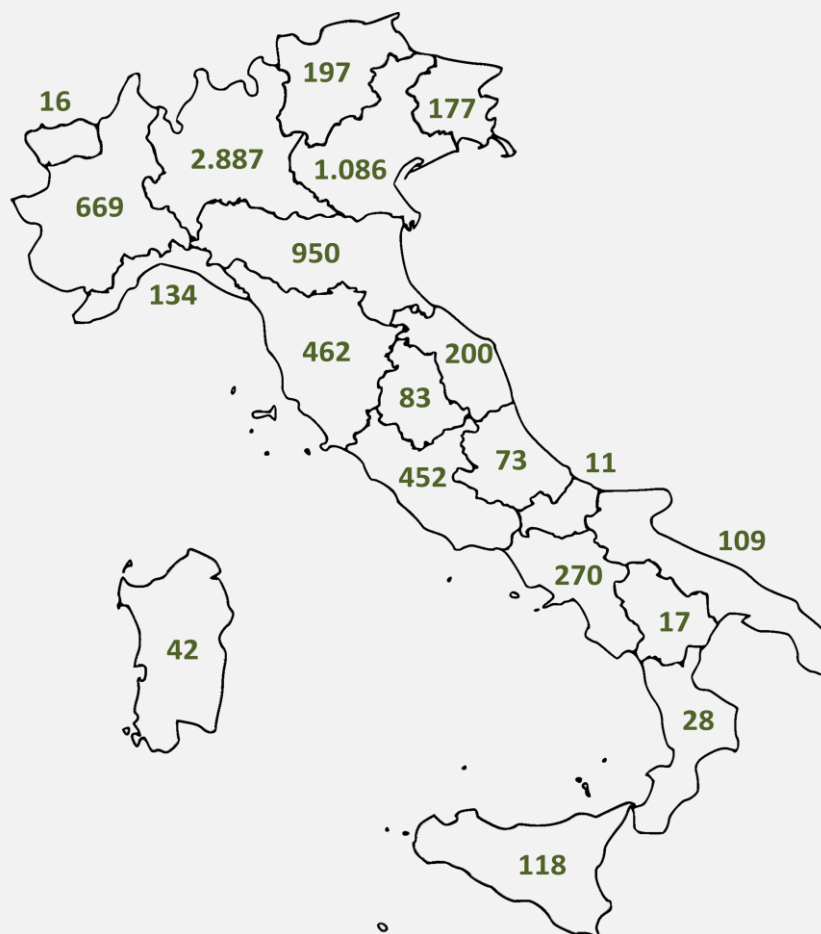
Altri requisiti minimi che prevalgono tra gli operatori sul mercato dei minibond consistono in limiti di fatturato, redditività, indebitamento e sostenibilità del debito. Il Fondo Anthilia BIT (Bond Impresa Territorio), lanciato da Anthilia Sgr nel Novembre del 2013, ha scelto di formalizzare una selezione di requisiti che fossero coerenti con la dimensione desiderata delle aziende target e che al contempo ponesse limiti chiari di accesso ad una potenziale due diligence da parte del fondo di investimento:

- 1) fatturato compreso tra 10 e 200 milioni di euro;
- 2) rapporto tra EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) e fatturato maggiore del 5%;
- 3) rapporto tra debito e patrimonio netto minore di 3 volte;

- 4) rapporto tra debito ed EBITDA minore di 4 volte;
- 5) rapporto tra oneri finanziari ed EBITDA minore del 35%;
- 6) return on sales (ROS) maggiore del 2,5%.

Oltre ai requisiti oggettivi citati, i fondi di investimento si focalizzano sui profili di gestione complessivi delle Società, con particolare attenzione alla solidità e trasparenza della struttura di governance, stabilità del management, credibilità e competenza organizzativa, struttura dei costi flessibili e strutture proprietarie trasparenti.

Figura 3: Distribuzione geografica delle società italiane con i requisiti minimi definiti per l'emissione di minibond



Fonte: Elaborazione su dati Aida, per società di capitali attive e su dati relativi ai bilanci 2012 con le seguenti caratteristiche: fatturato compreso tra 10 e 200 milioni di euro, EBITDA/fatturato maggiore di 5%, debito/patrimonio netto inferiore a 3, debito/EBITDA inferiore a 4, oneri finanziari/EBITDA inferiore a 35%, ROS maggiore di 2,5%

## 5 Caratteristiche delle emissioni

Lo schema di strutturazione dei minibond permette di modellare le caratteristiche dell'emissione in base alle esigenze aziendali. La durata è variabile tipicamente tra i 3 e i 7 anni con piani di rimborso in un'unica soluzione a scadenza (bullet) oppure con

ammortamento o periodi di preammortamento. Il pagamento degli interessi può essere determinato in misura costante definendo una cedola fissa o in misura variabile, legando il tasso di interesse a un indice di riferimento, quale l'EURIBOR, con l'aggiunta di uno spread. La tendenza di mercato va verso tipologie di emissioni di grado unsecured, cioè non assistite da garanzie reali, anche se alcune istituzioni specializzate ed enti pubblici si stanno attrezzando per offrire servizi di prestito di garanzie finanziarie. Gli investitori richiedono che nel regolamento dell'emissione siano previsti dei covenant, cioè delle clausole vincolanti nella gestione aziendale che l'impresa è tenuta ad onorare. I covenant hanno l'obiettivo di preservare lo stato di solvibilità dell'emittente e di segnalare tempestivamente al creditore casi di deterioramento del merito creditizio, della redditività o della solidità patrimoniale. Nel caso i vincoli non siano rispettati, gli obbligazionisti hanno il diritto di rinegoziare i termini dell'emissione (ad esempio aumentando il tasso di interesse, il cosiddetto step-up) o di richiamare il capitale. I covenant possono essere estesi anche a società controllate. I più diffusi sono:

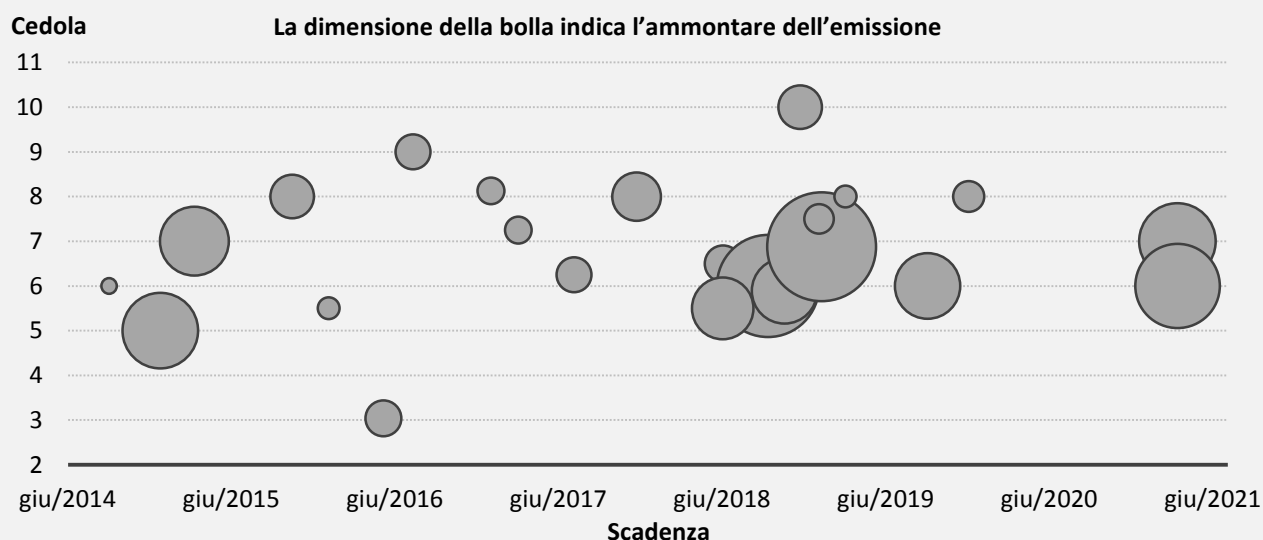
- 1) **Clausole di salvaguardia:** l'impresa si impegna a non concedere pegni, ipoteche o garanzie reali sui propri beni materiali e immateriali, su propri crediti o su proprie attività finanziarie. Inoltre potrebbero essere previste restrizioni alla cessione di alcune attività o alla stipula di contratti di leasing. Può essere limitata anche la realizzazione di operazioni finanziarie che non siano state pianificate e concordate, e che risultino di impatto potenziale sulla situazione patrimoniale.
- 2) **Utilizzo dei proventi:** I fondi raccolti tramite l'emissione devono essere destinati all'utilizzo secondo piani prestabiliti. Limiti quantitativi sono imposti su grandezze contabili, come ad esempio spese per investimenti per capitale (CAPEX).
- 3) **Cambio di controllo:** gli investitori hanno il diritto di richiamare il capitale, eventualmente maggiorato di una penale, in caso di cambiamento nella struttura proprietaria.
- 4) **Dividendi:** l'impresa accetta dei limiti nella distribuzione dei dividendi.
- 5) **Indebitamento:** l'impresa si impegna a mantenere un livello di indebitamento stabile. I covenant tipicamente sono espressi indicando limiti su alcuni indici di bilancio (ad esempio rapporto tra debito ed EBITDA, rapporto tra debito e patrimonio netto o posizione finanziaria netta), monitorati a frequenze predefinite.
- 6) **Informazioni:** gli investitori richiedono di redigere, oltre ai documenti di fine esercizio, anche dei bilanci intermedi semestrali e degli aggiornamenti del business plan. In caso di eventi significativi nella gestione aziendale o di comunicazioni da parte di autorità fiscali e giudiziarie deve essere data tempestiva informazione agli obbligazionisti.
- 7) **Rappresentanza:** gli investitori in alcune situazioni richiedono che un proprio rappresentante sia eletto come membro del collegio sindacale e di un altro organo di controllo della società.

A fronte dei covenant, spesso i minibond prevedono il diritto a favore dell'emittente di rimborsare anticipatamente il capitale (cosiddetta opzione call), a scadenze e prezzi concordati. L'accettazione dei covenant è un passaggio chiave dal punto di vista del processo di investimento e va gestito con un attento approccio "negoziale" nell'ambito della contrattazione del costo di emissione tra Fondo di investimento ed impresa emittente. In Anthilia la condivisione del "termsheet di emissione", documento che racchiude le principali caratteristiche del prestito ma soprattutto il ventaglio di covenant richiesti, è condiviso con l'impresa emittente fin dalle prime fasi del processo di selezione onde rendere da subito cosciente l'azienda target delle diverse "clausole" di garanzia richieste dal mercato.

### 5.1 MERCATO SECONDARIO

Il mercato di minibond e dei titoli similari, a due anni dalla sua nascita, ammonta a qualche decina di nomi. Tra questi poco più di 20 appartengono al segmento delle piccole e medie imprese. Il mercato secondario è rarefatto e sostanzialmente illiquido. Sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana si sono registrati scambi solo sporadicamente e per controvalori estremamente ridotti. La motivazione fondamentale è che gli operatori specializzati in minibond hanno logiche di investimento buy and hold. La crescente attenzione che le istituzioni territoriali e le imprese stanno dimostrando per questo strumento potrebbe far aumentare il numero di emissioni e attrarre altri investitori, anche esteri. In un tale scenario il mercato secondario inizierebbe ad essere una vera piattaforma di scambio e l'avvio di un mercato secondario non sarebbe da escludere.

Figura 4: Minibond di piccole e medie imprese quotati sul segmento ExtraMOT Pro (dati a maggio 2014)



Fonte: Borsa Italiana



## 6 Investitori

Dal punto di vista degli investitori il mercato dei minibond consiste in una nuova asset class che per la prima volta si configura sul mercato italiano come decorrelata dalle classiche esposizioni ai mercati azionari ed obbligazionari concentrati sui grandi emittenti. Gli investitori istituzionali hanno opportunità di diversificare i loro portafogli con tipologie di attivi che offrano un efficiente rapporto tra rischio e rendimento, al costo di una minore liquidità.

La crisi ha prodotto una sorta di selezione naturale delle imprese. Solo le realtà più solide sono rimaste solvibili ed il profilo di rischio delle imprese attive è complessivamente migliorato. Per gli investitori che hanno fiducia in una ripresa dell'economia produttiva del Paese, la situazione di mercato dopo un ciclo di congiuntura negativo rappresenta una opportunità, di quelle che emergono sui mercati solo raramente nel corso degli anni così come di rara intensità è stata la crisi registrata in questi ultimi anni.

I rischi specifici a cui è esposto l'investimento in minibond emessi da PMI italiane sono riconducibili alle seguenti categorie:

- **Rischio di mercato:** la solidità e solvibilità delle imprese di dimensioni ridotte è influenzata notevolmente dalle condizioni di mercato, dal livello dei tassi di interesse e dalla dinamica del costo delle materie prime.
- **Rischio Paese:** la concentrazione di emittenti italiani incorpora il rischio di tensioni economiche, finanziarie e politiche di un Paese periferico dell'Area Euro.
- **Rischio dimensionale:** la dimensione ridotta delle realtà aziendali emittenti comporta maggiore volatilità nelle voci di bilancio e minore prevedibilità della situazione finanziaria prospettica.
- **Rischio default:** la possibilità di assistere ad eventi di default è amplificata da tutti i rischi precedentemente elencati.
- **Rischio liquidità:** le condizioni di smobilizzo degli strumenti possono essere molto sfavorevoli per prolungati periodi di tempo e possono determinare la necessità di detenere un titolo fino a scadenza, anche se indesiderato.
- **Rischio concentrazione:** il grado di concentrazione di portafogli di minibond è mediamente superiore rispetto a portafogli di obbligazioni high yield quotate.

L'avvicinamento degli investitori al mercato dei minibond avviene tramite veicoli appositamente istituiti e specializzati nel fornire competenze e mezzi adatti a selezionare le migliori opportunità. In questo modo gli investitori acquistano un portafoglio di titoli, beneficiando degli effetti di diversificazione.

Sotto il profilo fiscale, le novità legislative hanno incentivato molte categorie di investitori istituzionali ad impiegare proprie risorse nei minibond, ma per stimolare gli investitori a sperimentare la nuova asset class occorre un percorso di approfondimento sui meccanismi di investimento, sui processi di gestione e non da ultimo un'opera di sensibilizzazione culturale.

## 7 Veicoli di investimento

### 7.1 FONDI CHIUSI

Le strutture o i veicoli di investimento dedicati ai minibond e titoli simili possono essere di tre tipi: fondi chiusi riservati a investitori professionali, società veicolo per la cartolarizzazione o fondi interni costituiti da assicurazioni. Tutte le alternative sono caratterizzate da un profilo di bassa liquidità, coerente con politiche di investimento buy and hold, cioè che consistono nella sottoscrizione degli strumenti al momento dell'emissione e il mantenimento in portafoglio fino alla naturale scadenza. L'attuale grado di sviluppo del mercato secondario dei minibond è ancora insufficiente e non consentirebbe di liquidare gli investimenti prontamente all'occorrenza. Attualmente sembra prematuro istituire veicolo ad alta liquidità, quali fondi aperti, che investano prevalentemente in obbligazioni di PMI. In futuro, auspicabilmente, l'aumento dei partecipanti a questo nuovo segmento del mercato del capitale di debito potrebbe garantire una liquidità sul secondario tale da rendere possibile l'investimento attraverso veicoli a liquidità medio-alta.

I fondi chiusi, istituiti da società di gestione del risparmio (SGR) autorizzate, permettono di definire con la massima flessibilità le caratteristiche del veicolo e la politica di investimento. L'investitore che partecipa ad un fondo chiuso assume un impegno a versare capitali su richiesta della SGR (così detti "richiami"), fino al raggiungimento dell'importo impegnato, durante un determinato arco temporale (periodo di investimento) solo quando si presentano opportunità di acquisto. Il fondo può distribuire proventi a scadenze predefinite ma restituisce il capitale agli investitori solo al termine della sua durata. La politica di investimento è definita nel regolamento del fondo e tipicamente prevede limiti alle tipologie e alle caratteristiche degli strumenti ammessi, limiti di concentrazione settoriale, geografica e su singolo emittente. La prassi diffusa sul mercato, e adottata in Anthilia Sgr per il fondo BIT, prevede un limite di concentrazione del 10% su singolo emittente, un limite del 20% per ogni settore ed un rating minimo dell'emittente intorno alla classe B+. La durata ed il periodo di investimento possono essere definiti in funzione del portafoglio di riferimento e dei limiti alla politica di gestione, e variano indicativamente tra i 5 e i 10 anni. I fondi possono a loro volta sottoscrivere quote di altri fondi, definendosi in questo caso fondi di fondi.

Gli organi di governance di un fondo chiuso di questo genere sono rappresentati dal Consiglio di Amministrazione della SGR e tipicamente da un comitato investimenti con poteri consultivi composto dai rappresentanti degli investitori o da esperti nella valutazione del merito creditizio. Il Consiglio di Amministrazione è l'organo responsabile di determinare le politiche di investimento, deliberare gli investimenti e monitorare i risultati del portafoglio. Il Comitato Investimenti, se previsto, svolge un ruolo di supporto alle decisioni del Consiglio di Amministrazione, fornendo pareri sugli investimenti, con carattere più o meno vincolante in base a quanto previsto nel regolamento del fondo. L'indipendenza della Sgr rispetto agli investitori, alle Società

target ed agli eventuali advisor di emissione è un presupposto utile per garantire ex-ante un corretto assetto di governance del veicolo e per favorire un processo di investimento trasparente e concorrenziale rispetto alle iniziative di investimento proposte.

## 7.2 SPV

La seconda tipologia di veicoli per l'investimento in minibond e titoli similari è rappresentata dalle società veicolo, o Special Purpose Vehicle (SPV), per la cartolarizzazione, disciplinate dalla Legge 130/1999. La società veicolo è istituita allo scopo di acquisire delle attività a fronte dell'emissione di note, o asset backed security (ABS), collocate presso gli investitori. A seguito del Decreto Destinazione Italia, le società veicolo possono acquisire emissione di debito senza che l'operazione avvenga in blocco, permettendo quindi la selezione delle emissioni da inserire nell'attivo dell'SPV singolarmente. È possibile prevedere l'emissione di note "partly paid" (pagate parzialmente) per permettere agli investitori di versare i capitali solo quando sono state effettivamente selezionate le opportunità di investimento. Sono inoltre previste diverse classi di ABS, con diverse diritti di priorità sulla restituzione del capitale, sulla distribuzione di proventi e quindi con diversi livelli di rischio, a beneficio di diverse categorie di investitori.

## 7.3 FONDI INTERNI

L'ultima tipologia di veicoli in esame è quella dei fondi interni costituiti da società di assicurazione a copertura delle riserve tecniche per i rami danni o come attività delle gestioni separate per i rami vita con prestazioni rivalutabili.

Per le prime due tipologie di veicoli, l'operazione può essere promossa su iniziativa di un banca oppure su progetto di una società di gestione del risparmio. Nel primo caso un gruppo bancario seleziona attraverso la sua rete un insieme di PMI con certi requisiti stabiliti e potenzialmente interessate all'emissione di minibond. Successivamente la banca promuove l'istituzione di un veicolo (se si tratta di un fondo chiuso è necessario il supporto di una SGR, tipicamente legata alla banca) che sottoscrive le emissioni interamente o in parte, insieme ad altri investitori professionali. I partecipanti al veicolo possono essere investitori professionali o la stessa banca promotrice dell'iniziativa. In questo caso il gruppo bancario assume il molteplice ruolo di strutturatore dell'operazione, originator e collocatore delle emissioni, gestore del portafoglio di titoli, nonché potenzialmente anche investitore nelle emissioni attraverso il veicolo.

Nel caso in cui l'operazione sia promossa da una società di gestione del risparmio, indipendente da un gruppo bancario, le PMI emittenti sono selezionate dalla SGR stessa, tipicamente per il tramite di società di intermediazione, consulenti o piattaforme specializzate, in base a determinati requisiti. Il veicolo viene istituito e promosso presso investitori professionali interessati alla partecipazione. Le emissioni sono quindi sottoscritte dal veicolo interamente o in parte. I diversi ruoli, che nel caso

precedente ricadevano sulla banca promotrice, sono distribuiti sui diversi soggetti coinvolti nell'operazione.

Figura 5: Schema di esempio di un'operazione promossa da una banca

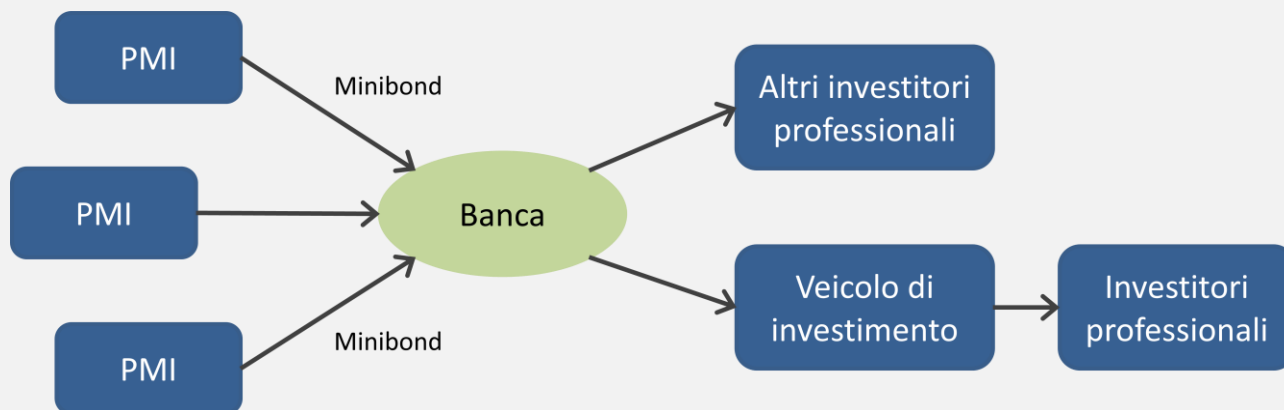
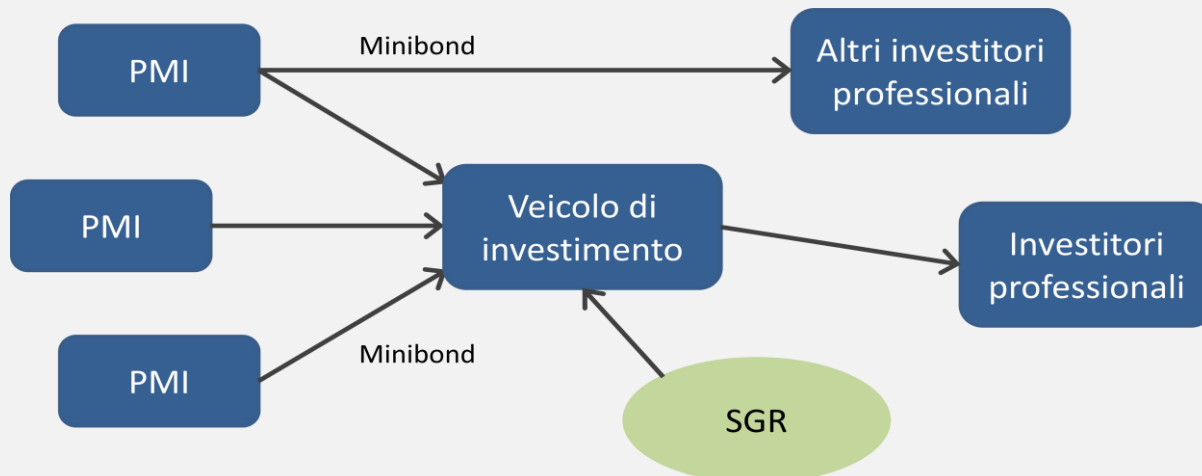


Figura 6: Schema di esempio di un'operazione promossa da una società di gestione del risparmio (SGR)



Sono nate sul mercato iniziative ibride tra i casi descritti. Ad esempio è possibile che l'operazione sia promossa da una banca che si avvale però di una SGR indipendente per la gestione del portafoglio, oppure che l'operazione sia promossa da una SGR indipendente che coinvolge una pluralità di banche come investitori nel veicolo e originator delle emissioni (E' questo il caso del fondo BIT di Anthilia Capital Partners Sgr).

Lo schema di operazione promossa da un singolo gruppo bancario presenta alcuni punti di attenzione, legati soprattutto ai potenziali conflitti di interesse. La banca infatti svolge molteplici ruoli con obiettivi potenzialmente in conflitto. Il gestore del portafoglio ha la responsabilità di selezionare le emissioni che rappresentano gli investimenti più opportuni in termini di rischio e rendimento, ma l'originator delle emissioni con precedenti rapporti creditizi aperti con il potenziale emittente potrebbe essere a conoscenza di informazioni riservate sulla sua situazione economico-finanziaria. Nel caso più grave l'originator potrebbe essere interessato al rimborso della propria esposizione grazie ai capitali raccolti con la nuova emissione di minibond. Un soggetto che valuta invece in modo indipendente le diverse opportunità di investimento può assicurare, quantomeno a livello ex-ante, maggiore trasparenza.

## 8 Valorizzazione degli strumenti

### 8.1 RENDIMENTO ALL'EMISSIONE

Il tema della valutazione dei minibond può essere suddivisa in due aspetti:

- la determinazione del rendimento minimo richiesto dall'investitore al momento dell'emissione
- la valutazione dello strumento successivamente alla data di emissione.

La metodologia utilizzata in relazione al primo punto è utile a quantificare alle imprese il costo di accesso ad un canale di finanziamento complementare al debito bancario. Il secondo punto è rilevante per l'investitore, che vuole monitorare il risultato dell'investimento nel periodo tra la sottoscrizione e la scadenza dello strumento.

Il modello di determinazione del rendimento minimo richiesto, il cosiddetto yield to maturity (YTM), al momento dell'emissione si basa su un approccio di costruzione per elementi addizionali che rappresentano i diversi rischi o oneri che devono essere remunerati o coperti.

Il rischio di tasso è il primo elemento da considerare nel caso di investimento in titoli obbligazionari, esposti per propria natura alle oscillazioni dei tassi di mercato. In particolare se si fa riferimento a obbligazioni emesse da imprese italiane è opportuno considerare anche l'addizionale rischio Paese, legato alle dinamiche e alle previsioni della congiuntura economica nazionale. Il parametro di mercato che incorpora i due rischi di tasso e Paese è rappresentato dalla curva dei rendimenti, gli "Yield to Maturity" delle obbligazioni governative italiane per diverse scadenze.

Il rischio di insolvenza o rischio default è il secondo importante fattore per cui gli investitori richiedono una remunerazione. Le perdite attese in conto capitale di una esposizione creditizia nei confronti di una impresa si ottengono combinando la frequenza attesa di default (Probability of Default o PD), che dipende dal rating dell'emittente, la perdita attesa in caso di default (Loss Given Default o LGD), che

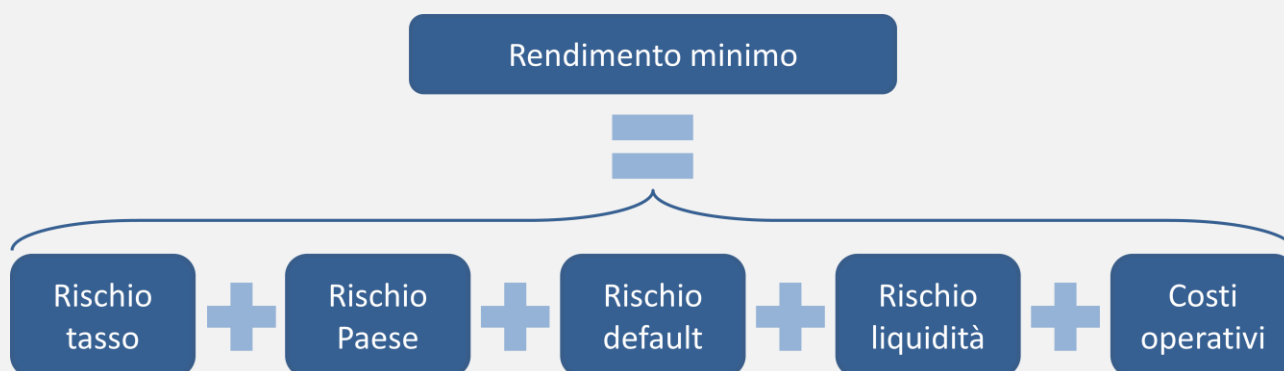
dipende dal grado di subordinazione dell'emissione, e l'esposizione attesa al momento del default (Exposure at Default o EAD), che dipende dal piano di rimborso del debito.

La probabilità di default considerata può essere riferita solo ai cosiddetti default pubblici, default cioè rilevabili da informazioni pubbliche che sanciscono l'insolvenza dell'impresa (ad esempio procedure concorsuali o informazioni pubbliche su crediti inadempiti). In alternativa, alla precedente definizione di default possono essere aggiunti i cosiddetti 'credit event', identificati nel linguaggio bancario con lo stato amministrativo di sofferenza (stato di insolvenza conclamata) o incaglio, situazione di insolvenza obiettiva e temporanea del credito a livello di singola controparte bancaria e di sistema. Nel secondo caso le probabilità di accadimento sono decisamente più elevate. In base alla definizione di default adottata è possibile stimare una coerente LGD (Loss given default, cioè perdita stimata data la presenza di un default), tipicamente invariante per le diverse classi di rating. Per le emissioni che prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza l'EAD (esposizione creditoria al momento del default) è pari al 100%, mentre in caso di rimborso con ammortamento il valore è più ridotto. Le Probabilità di default e le LGD (Loss given default) adottate possono essere stimate in base a dati storici: in questo caso è essenziale che il campione di analisi sia il più rappresentativo possibile delle piccole e medie imprese che operano sul territorio nazionale. Quindi, date le caratteristiche dell'emissione in termini di subordinazione e rimborso di capitale, il parametro di riferimento che incorpora il rischio default è dato dalla curva delle perdite attese per diversi livelli di rating.

L'ultimo rischio per cui è richiesta una remunerazione è quello di liquidità, ovvero il rischio di non poter smobilizzare il minibond fino a scadenza, se non al costo di un forte sconto sul prezzo di vendita. Questo margine è difficile da stimare proprio perché non sono disponibili dati di mercato o dati storici su cui basarsi. L'approccio degli investitori è quello di fornire una stima per diversi livelli di rating dell'emittente, ed eventualmente diverse scadenze dello strumento.

Infine l'investitore richiede di assicurare la copertura di tutti i costi operativi legati al veicolo e stimati in base alle caratteristiche dello stesso.

Figura 7: Schema di costruzione del rendimento minimo



Dati quindi le caratteristiche dell'emissione, in termini di scadenza e grado di subordinazione ed il rating dell'emittente è possibile stimare le cinque componenti descritte, la cui somma rappresenta il rendimento minimo richiesto dall'investitore per sottoscrivere minibond o titoli simili. Il rendimento finale di un minibond sarà poi anche il risultato di una negoziazione tra le parti riguardo a covenant più o meno stringenti e riguardo diritti di opzione impliciti nello strumento. Nel caso di covenant stringenti con opzione put a favore dell'investitore che impediscono all'emittente di discostarsi solo marginalmente dal business plan concordato, il rendimento finale sarà in linea con il rendimento minimo. Nel caso di covenant poco stringenti o con opzioni call a favore dell'emittente, il rendimento richiesto dall'investitore può essere più elevato del minimo.

## 8.2 PRICING DEL TITOLO POST-EMISSIONE

La valutazione dell'investimento in minibond in un qualsiasi momento successivo all'emissione rappresenta una tematica complessa, nel caso di obbligazione quotata si potrebbe fare riferimento al prezzo registrato sul listino ma le contrattazioni su questo tipo di strumenti sono ancora troppo rarefatte per poter essere prese a riferimento. Attualmente purtroppo il mercato secondario di un singolo minibond non presenta le caratteristiche di dimensione e liquidità tali da considerarlo una fonte attendibile di valutazione. Occorre quindi far riferimento ad un modello che, utilizzando diversi input provenienti da mercati più liquidi, possa fornire una stima "ragionevole" del prezzo equo.

Seguendo un consolidato approccio condiviso tra i gestori di portafogli obbligazionari, il valore di uno strumento di debito può essere calcolato come valore dei flussi di cassa futuri attualizzati secondo una opportuna curva di tassi di sconto per diverse scadenze. I tassi di attualizzazione devono riflettere tutti i rischi impliciti a cui l'investitore è esposto.

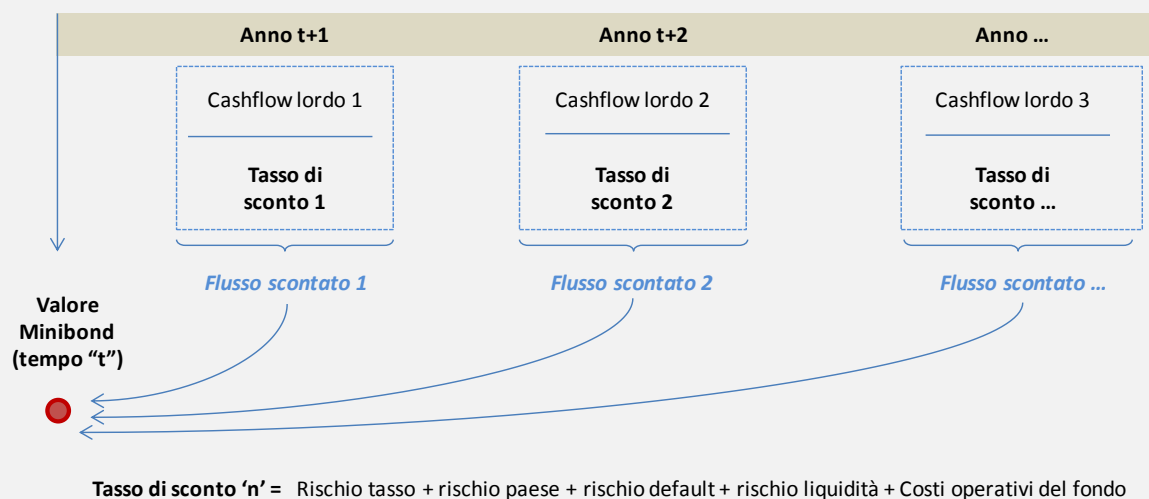
Prendendo in considerazione il caso semplice di un'obbligazione senza opzioni implicite, per prima cosa è necessario determinare i flussi di cassa futuri per importo e per data di pagamento, eventualmente effettuando delle stime. Se infatti le cedole sono legate a tassi di mercato occorre stimarne il valore futuro sulla base di tassi forward. Ciascun flusso è poi attualizzato al corrispondente tasso per scadenza ricavato da una curva composta da tre elementi:

- curva dei tassi governativi italiani ricavata dalle quotazioni di BOT e BTP, che rappresenta il rischio di tasso ed il rischio Paese;
- spread per il rischio default, corrispondente al rischio default in base al rating dell'emittente ed alla scadenza di riferimento;
- spread per il rischio liquidità e per il rischio specifico dell'emissione, quest'ultimo legato alle caratteristiche specifiche dell'emissione sia in termini di solidità del business dell'emittente che di struttura dei covenant.

La curva dei tassi governativi può essere ulteriormente scomposta come somma della curva dei tassi interbancari, considerati risk free, ricavata dalle quotazioni di EURIBOR e relativi contratti forward e swap, e uno spread per il rischio Paese, identificato come il differenziale di tasso tra i rendimenti governativi italiani e i rendimenti della curva EURIBOR per le diverse scadenze. La somma dei flussi attualizzati rappresenta il valore del minibond.

Alla data di emissione il modello di pricing è calibrato sul prezzo di emissione. Data la curva dei tassi governativi italiani e lo spread per il rischio default, si calcola lo spread implicito (rischio liquidità e rischio intrinseco dell'emittente) in modo tale che la somma dei flussi attualizzati sia pari al prezzo di emissione. Successivamente, in ogni data di valutazione la curva incorpora l'evoluzione dei tassi di mercato e l'eventuale aggiornamento del rating dell'emittente, mentre rimane costante la componente di spread legata al rischio di liquidità ed al rischio specifico dell'emittente (a meno di variazioni significative sui volumi del mercato secondario o modifiche sostanziali nel business dell'emittente atte a mitigare i rischi della componente di rischio "idiosincratico" o non diversificabile).

Figura 8: Flussi di cassa scontati



## 9 Costruzione di portafoglio

### 9.1 TIPOLOGIE DI RISCHIO

Un portafoglio di minibond o titoli simili presenta rischi diversificabili e rischi non diversificabili. I primi sono legati ai singoli emittenti (rischio default della singola impresa) o alla singola emissione (rischio specifico legato alle caratteristiche tecniche dell'emissione) e sono per definizione controllabili grazie ad una accurata metodologia di costruzione di portafoglio. I rischi non diversificabili sono in questo caso i rischi di tasso, Paese, di default e di liquidità per i quali tuttavia è possibile mitigare il rischio con strategie di copertura. La costruzione di portafoglio e le strategie di copertura

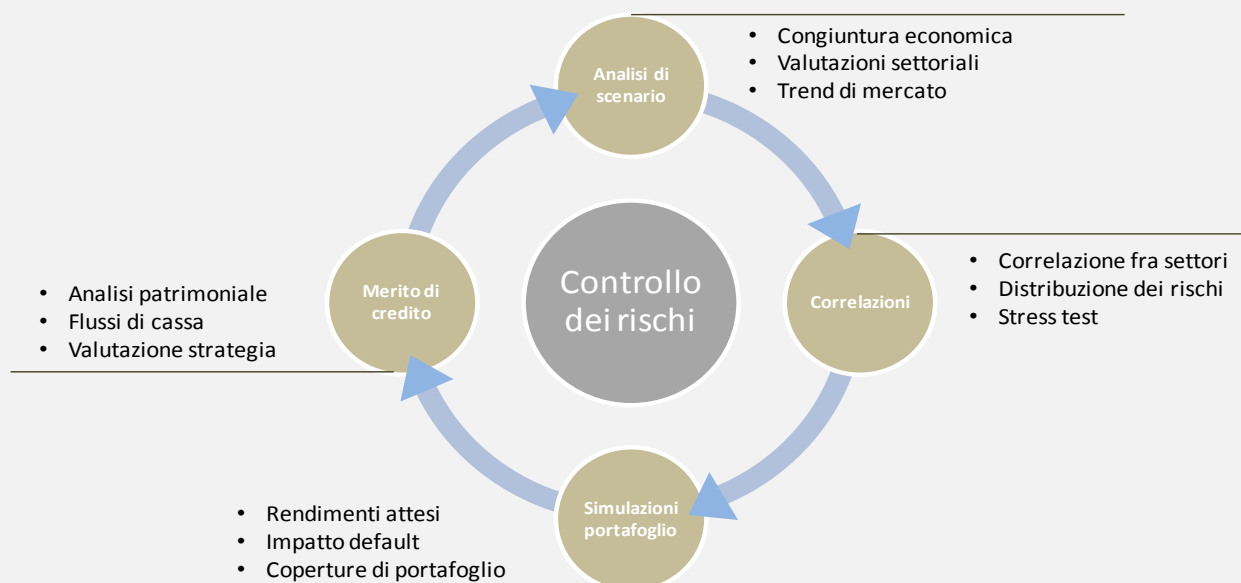


possono determinare in modo significativo i risultati dell'investimento tenendo conto della rigidità derivante dall'approccio buy and hold di portafoglio che non permette di utilizzare tecniche di "timing", ovvero di modulazione dinamica dell'esposizione ad un singolo emittente (o settore industriale) a seguito della scarsa liquidità del mercato secondario. Nel regolamento di gestione di alcuni fondi, Anthilia BIT ne è un esempio, sono consentite operazioni di copertura, ad esempio attraverso posizioni sul decennale tedesco o italiano, o ancora operazioni di copertura da un rischio "settoriale" ove l'evoluzione ciclica del settore dovesse sperimentare una fase negativa nel corso della vita dell'obbligazione (pensiamo al settore dell'automobile nel periodo 2011-2013, o ancora al settore energetico in relazione a possibili crisi geo-politiche). La previsione di strumenti di copertura nel regolamento di gestione del fondo aumenta gli strumenti per "reagire" in maniera dinamica alle mutevoli fasi di mercato e mitiga la componente di rischio di portafoglio non legata al processo di selezione dell'emittente.

## 9.2 GESTIONE DEL RISCHIO

La presenza di una Sgr specializzata nella gestione mobiliare facilita altresì il processo di monitoraggio delle tendenze di mercato e la capacità di cogliere i trend "settoriali" con una certa dose di anticipo rispetto alla propagazione nell'economia reale. Aspetto centrale è rivestito dalla funzione di controllo dei rischi che assume una veste "trasversale" e di consulenza sia nel monitoraggio dei rischi a livello "macro" che nella mitigazione dei rischi "non diversificabili". Il processo di controllo in Anthilia Capital Partners Sgr sul Fondo BIT è stato articolato in quattro fasi che procedono dal quadro generale macro-economico fino allo specifico processo di selezione dell'emittente

Figura 9: Processo di controllo del rischio in Anthilia BIT



Le prime due fasi del processo di gestione rappresentato sono utili nella costruzione e nel monitoraggio del portafoglio in quanto evidenziano le peculiarità del ciclo

economico, i movimenti dei principali mercati del credito e le probabilità di default specifiche dei settori industriali oggetto di investimento. La terza fase, quella di simulazione di portafoglio, è utile al Risk management per comprendere come il portafoglio in essere possa evolvere nel tempo in termini di rendimento per gli azionisti del fondo, numero di default attesi, costi, numero di emittenti attesi nel processo di selezione. Nella quarta fase relativa al processo di selezione il ruolo centrale è rivestito dal team di gestione. In questo caso il risk management fornisce una garanzia del rispetto dei modelli di screening così come descritti in sede di lancio del fondo nella politica di investimento.

### 9.3 ANALISI DI SCENARIO

Lo scenario economico è la base di riferimento per la costruzione del portafoglio. L'andamento congiunturale è il punto di partenza per le scelte di allocazione geografica e settoriale con particolare riferimento al:

- rischio paese,
- rischio di settore
- rischio filiera legato a eventuali shock su materie prime o mutamenti normativi.

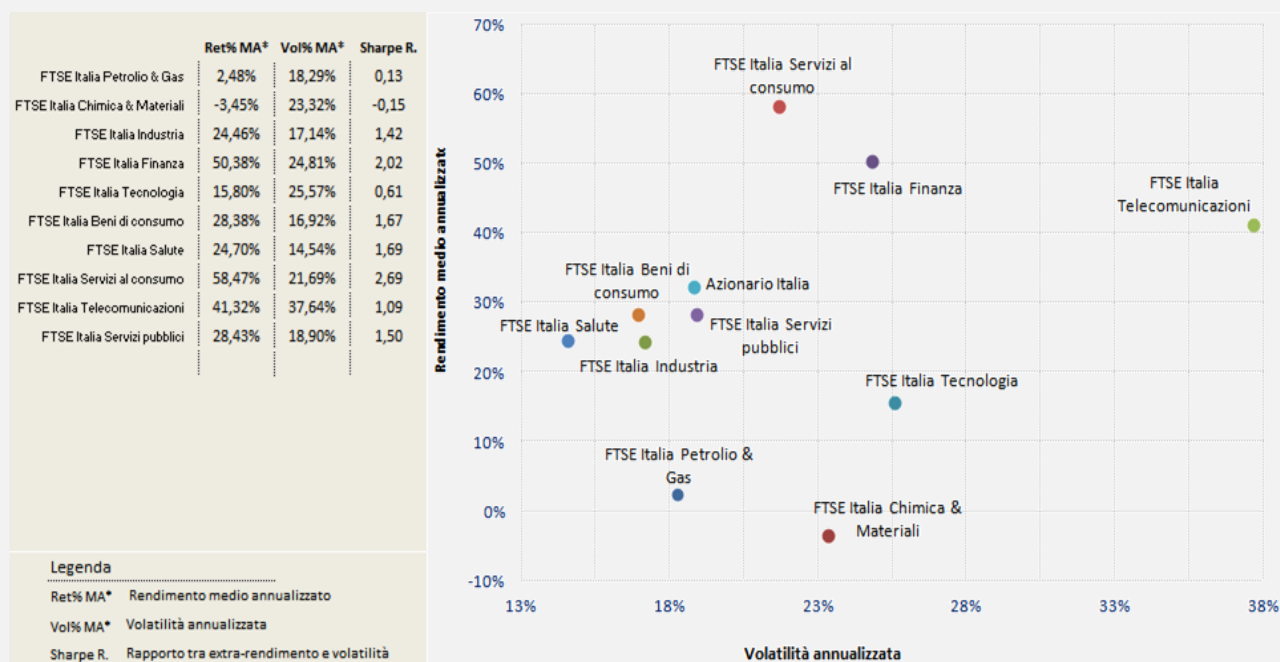
Sul tale fronte Anthilia Sgr ha predisposto un Ufficio Studi focalizzato sull'analisi del contesto economico e sull'osservazione dei dati macro onde fornire una base di ragionamento sulla "congiuntura economica" al team di selezione dei minibond.

Le analisi si articolano in prima istanza sul mercato quotato, che è il più sensibile ai mutamenti macro e più reattivo nel mostrare in quali settori la congiuntura potrebbe avere maggiore impatto. La maggior parte delle crisi dell'economia reale, riverberatesi poi nel tessuto produttivo delle piccole e medie imprese, è stata anticipata dal mercato "quotato" soprattutto nel caso di crisi partite dal settore finanziario (tra le più frequenti a causa del loro impatto sistemico sull'economia reale). L'importanza del monitoraggio dei mercati quotati del credito e di settori dell'economia ad essi legati è importante non solo per anticipare eventuali shock sul tessuto delle piccole e medie imprese italiane, ma anche per aggiornare la base di riferimento dei rendimenti attesi dalle varie emissioni suddivise per classe di rischio. I tassi delle obbligazioni corporate quotate costituiscono una base di ragionamento fondamentale per poi costruire lo schema di rendimenti richiesti per classe di rating in funzione di rischi "specifici" legati al tessuto della PMI italiane.

Un elemento importante oltre al monitoraggio dei prezzi obbligazionari è la valutazione del rapporto rischio rendimento che in un orizzonte di lungo periodo hanno offerto i settori industriali a livello azionario onde comprendere se vi siano valutazioni "eccessive" su taluni comparti dell'economia o altri fattori che abbiano spinto i valori di mercato oltre (o al di sotto) di una soglia di ragionevolezza e che potrebbero prospetticamente avere un impatto su qualcuna delle filiere coinvolte nei settori di investimento del portafoglio. A tal fine l'analisi di mercato produce una

matrice di rendimenti corretti per il rischio su un orizzonte decennale per la valutazione sintetica dei corsi azionari suddivisi per comparto industriale:

Figura 9 - Matrice rendimenti corretti per il rischio 2010-2013 – settori industriali italiani



Dati di periodo: Aprile 2013 – Aprile 2014, fonte Bloomberg

L'analisi si completa di ulteriori valutazioni legate alla volatilità degli strumenti ed è corredata mensilmente da uno studio dei principali elementi che caratterizzano il quadro macro a livello economico e politico.

#### 9.4 STUDIO DELLE CORRELAZIONI E DELLE PROBABILITÀ DI DEFAULT

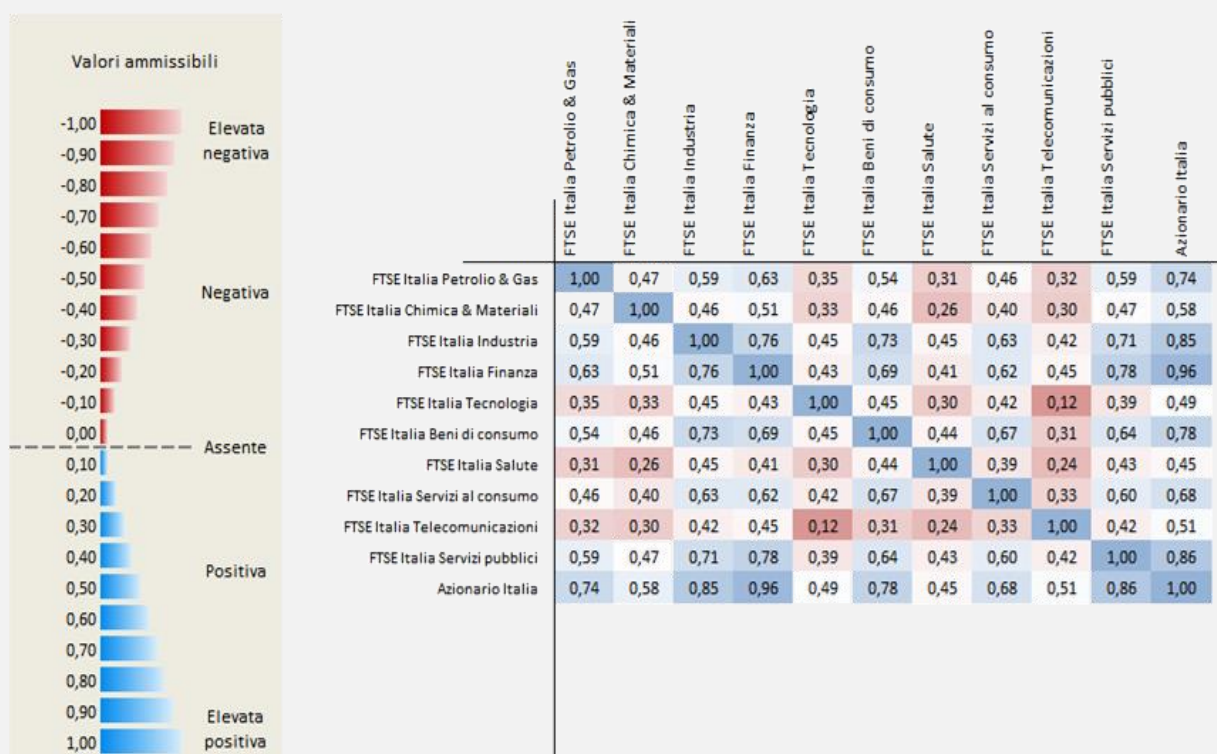
Completata l'analisi macro il team di risk management studia i mercati su quattro livelli:

- correlazioni dei prezzi dei settori azionari europei ed italiani
- correlazioni tra i default degli emittenti suddivisi per settore industriale
- probabilità di default degli emittenti per classe di rischio
- matrici di transizione dei ratings (e delle probabilità di default)

Le informazioni analizzate in questa fase sono utili sia in fase di costruzione del portafoglio che in fase di monitoraggio. Una buona allocazione deve diversificare il rischio specifico di ogni emittente garantendo una certa numerosità / varietà di emittenti in portafoglio, ma deve tener conto della relazione che potrebbe intercorrere tra i default. Per fare ciò è necessario costruire una probabilità di default sommando le probabilità di default su ciascuna emissione (in relazione alla classe di rating) e aggiungendo il rischio di default a cascata che sono rappresentati dalla probabilità condizionata che dato un default su un certo settore industriale se ne verifichi un altro

su un settore “economicamente” collegato (rischio filiera). Si riporta un esempio di matrice di correlazione dei settori azionari italiani:

Figura 10 - Correlazioni fra prezzi delle azioni dei settori italiani (esempio)



Dati di periodo: Aprile 2013 – Aprile 2014, fonte Bloomberg

Allo stesso modo si analizza la matrice dei default per settore industriale (suddivisa per anno) sul territorio italiano tra le piccole e medie imprese:

Figura 11 – tassi di default settoriali 2006-2012

Data	Agricoltura	Automobili	Costruzioni	Alimentare	Ingegneria e Componenti	Metallurgia	Industria	Servizi	Tessile e Abbigliamento	Commercio
dicembre 2006	0,25%	0,82%	0,77%	0,77%	0,61%	0,82%	0,76%	0,47%	1,18%	1,49%
giugno 2007	0,24%	0,66%	0,71%	0,45%	0,48%	0,33%	0,48%	0,55%	0,82%	0,32%
dicembre 2007	0,22%	0,71%	0,94%	0,37%	0,49%	0,26%	0,67%	0,57%	1,30%	0,30%
giugno 2008	0,43%	0,56%	1,15%	0,90%	0,60%	0,66%	0,60%	0,72%	1,52%	1,57%
dicembre 2008	1,41%	1,75%	1,75%	0,83%	1,29%	1,80%	1,47%	1,50%	2,31%	0,83%
giugno 2009	1,19%	1,16%	1,83%	0,64%	1,18%	1,68%	1,36%	1,35%	1,94%	1,36%
dicembre 2009	0,60%	1,49%	2,07%	0,94%	1,45%	1,56%	1,22%	1,01%	2,49%	1,10%
giugno 2010	1,55%	1,89%	1,79%	1,01%	0,94%	1,34%	1,05%	1,21%	1,46%	1,08%
dicembre 2010	1,57%	1,05%	2,25%	0,73%	0,77%	1,39%	1,30%	1,13%	1,74%	1,54%
giugno 2011	0,42%	1,34%	2,19%	0,71%	1,13%	1,37%	1,00%	1,12%	1,08%	0,72%
dicembre 2011	1,33%	1,49%	2,78%	0,84%	1,33%	1,85%	1,33%	1,49%	1,26%	1,39%
giugno 2012	0,92%	3,43%	4,06%	1,95%	1,43%	2,03%	1,91%	1,67%	2,76%	1,35%
Media	1,69%	2,72%	3,71%	1,69%	1,95%	2,52%	2,19%	2,13%	3,31%	2,18%
Osservazioni	5.818	19.111	45.769	27.719	35.074	22.985	69.784	46.844	23.064	8.385

Fonte - CRIF rating agency

Dalla serie storica dei default si ricava la matrice di correlazione settoriale che sarà poi inserita nel calcolo dei pesi "ottimi" per minimizzare il rischio di default a cascata, output utile in fase di costruzione o ri-bilanciamento del portafoglio in funzione delle probabilità di default. Il flusso informativo legato ai default per settore non è reperibile dai data provider di mercato ma è fornito da Società / Agenzie di rating specializzate. Anthilia è ad oggi in contatto con CRIF Rating Agency per il reperimento di questo tipo di informazioni che assicura un presidio costante e programmatico su un ampio spettro di "credit event" legati al tessuto produttivo italiano utilizzati sia in fase di costruzione di portafoglio che di monitoraggio di una specifica emissione.

Un esempio di matrice di correlazione settoriale derivata dalle probabilità di default sopra descritte è di seguito riportata:

Figura 12 - Correlazione fra default, PMI italiane (esempio)

Settori	Agricoltura	Automobili	Costruzioni	Alimentare	Ingegneria e Componenti	Metallurgia	Industria	Servizi	Tessile e Abbigliamento	Commercio
Agricoltura	1,00									
Automobili	0,43	1,00								
Costruzioni	0,50	0,87	1,00							
Alimentare	0,27	0,89	0,80	1,00						
Ingegneria e Componenti	0,49	0,73	0,79	0,57	1,00					
Metallurgia	0,71	0,75	0,83	0,61	0,93	1,00				
Industria	0,66	0,84	0,89	0,70	0,85	0,94	1,00			
Servizi	0,76	0,78	0,86	0,60	0,85	0,94	0,92	1,00		
Tessile e Abbigliamento	0,39	0,69	0,62	0,68	0,70	0,67	0,79	0,62	1,00	
Commercio	0,42	0,19	0,38	0,47	0,27	0,48	0,40	0,32	0,34	1,00

## 9.5 DIVERSIFICAZIONE DI PORTAFOGLIO

La struttura settoriale del portafoglio "ideale" deriva da due tipi di analisi:

- Minimizzazione dei default attesi
- Massima diversificazione di portafoglio

**Minimizzazione default atteso di portafoglio** – In base a questa metodologia si analizzano i pesi da assegnare ai settori industriali che minimizzano il default medio per semestre osservato in base ai dati illustrati nella tabella dei tassi di default per settore. In questo modo si ottiene una sorta di ottimizzazione ex-post che in base ai dati osservati trova quella struttura del portafoglio che avrebbe minimizzato i default medi nel corso del periodo osservato. Questa informazione è utile sulla base dell'assunto che il futuro "assomigli" in misura significativa al passato, requisito non

sempre osservato a pieno nell'evolvere del quadro economico ma sempre utile come riferimento "oggettivo" del processo decisionale.

*Formula di minimizzazione del default atteso*

---

Min.

Probabilità di default media di portafoglio

$$= \text{Min} \frac{\sum_{ij} P_{dij} * p_{si}}{N_s}$$

$P_{dij}$  = probabilità di default settore industriale "i" nel semestre "j"

$p_{si}$  = peso settore industriale "i"

$N_s$  = Numero semestri

Muovendo  $P_{si}$  (algoritmo di ottimizzazione numerica)

**Massima decorrelazione** - Nell'ottica di osservare il minor numero di default possibili nel corso della vita delle obbligazioni si utilizza anche un criterio di allocazione settoriale tale da minimizzare la correlazione tra i potenziali default basandosi appunto sulla matrice di correlazione storica. I pesi per settori dovranno pertanto massimizzare un indice di decorrelazione tra settori calcolato in base al criterio seguente:

*Calcolo dell'indice di de correlazione*

---

Max.

Indice di decorrelazione di portafoglio

$$= \frac{1}{\sqrt{U' * \text{CorrSettori} * U}}$$

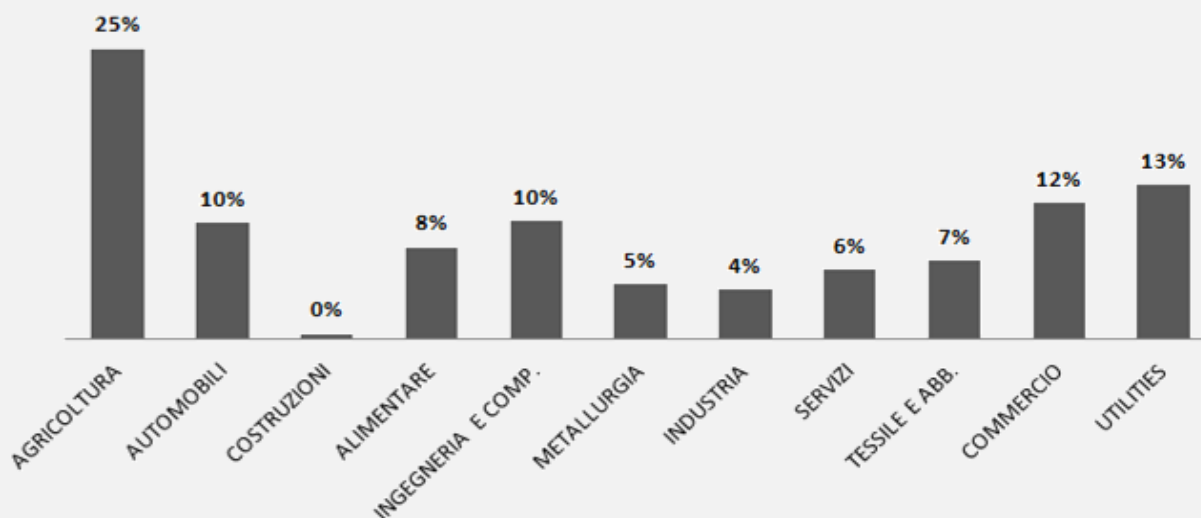
$U$  = vettore pesi per settore industriale

$\text{CorrSettori}$  = Matrice di correlazione tra i default per settore

Muovendo il vettore di pesi per settore industriale " $U$ "

La combinazione di queste due diverse ottimizzazioni (una in base alle probabilità di default e l'altra in base alle correlazioni fra default) entro i limiti di concentrazione del regolamento di gestione offrirà una struttura di portafoglio utile al team di credito della Sgr per orientare la distribuzione delle scelte in termini di settori industriali. Quest'analisi ha rilevanza soprattutto nella fase di costruzione iniziale di portafoglio e nei casi di ri-bilanciamento o re-investimento degli attivi in scadenza nel corso della vita del fondo.

Figura 13 - Esempio di portafoglio ottimizzato (ex-post) per settore industriale



Nelle migliori pratiche di mercato la metodologia ed i modelli utili per minimizzare i rischi di default a cascata è continuamente sottoposta ad analisi e potenzialmente arricchita dal gruppo di controllo del rischio. Aumentando il grado di sofisticazione, in generale, si limita anche il rischio che il portafoglio sia negativamente influenzato da default “di filiera”, cioè casi in cui il portafoglio soffra diversi default collegati al ciclo economico negativo di un comparto industriale in cui il portafoglio stesso era “sovrainvestito”.

## 10 Processo di selezione emittenti

La selezione degli emittenti può essere realizzata con approcci diversi nel rispetto delle migliori pratiche di mercato. Le Autorità di Vigilanza richiedono in generale, a prescindere dalla configurazione del processo di selezione, una precisa responsabilità individuabile in capo al Consiglio di Amministrazione della Sgr che gestisce il fondo. Il CdA, nel modello di governance suggerito, deve essere il soggetto responsabile nella scelta degli investimenti che devono essere formalizzati sulla base di trasparenti e documentate delibere Consiliari.

La selezione degli emittenti muove di solito da una fase di “pre-screening”, dove si accertano i requisiti minimi in capo alla Società target per partecipare alla iniziativa di emissione di un minibond, per poi svilupparsi in una fase più approfondita dove le informazioni relative all'emittente sono successivamente analizzate in dettaglio nel corso delle fasi “pre-istruttoria” ed “istruttoria”. La due diligence della fase istruttoria è condotta attraverso riscontri oggettivi dei dati di bilancio e delle informazioni societarie, mediante visite ai siti produttivi e sulla base di analisi del contesto competitivo del mercato di riferimento.

Nell’esperienza di Anthilia Sgr il processo di investimento è strutturato su varie fasi riconducibili a tre momenti fondamentali:

- Fase di screening
- Due diligence (fase pre-istruttoria ed istruttoria)
- Gestione della posizione

Figura 14 – Processo di investimento



Come illustrato, il passaggio dalla fase di screening a quella pre-istruttoria richiede una preventiva approvazione da parte del CdA (rappresentato dalla figura a forma di rombo in arancione). Il Consiglio di Amministrazione, prima di avviare la due diligence, valuta un insieme di elementi oggettivi e soggettivi legati all'emittente onde poter eventualmente porre uno "stop" al processo ove i requisiti per la candidatura non risultino adeguatamente soddisfatti, evitando in questo modo un potenziale dispendio di energie e risorse sia per l'emittente che per la Società di gestione. Nel caso viceversa il CdA esprima parere positivo al termine della fase di pre-screening, le attività di analisi dell'emittente proseguono con le fasi "pre-istruttoria" ed "istruttoria" che rappresentano due momenti complementari del processo di due diligence. Al termine delle stesse si perviene al "parere" del Comitato Consultivo (rombo di colore grigio), organo rappresentato dai "principali investitori" del fondo di minibond i quali esprimono un parere obbligatorio ma non vincolante in ordine alla bontà di ciascun investimento. La presenza di un Comitato Consultivo (in alcuni casi chiamato advisory board) è prassi di mercato consolidata anche nel mercato del Private equity, e serve a fornire un parere tecnico sull'iniziativa di investimento mettendo a fattor comune professionalità specifiche legate agli investimenti in oggetto che siano espressione di realtà "indipendenti" e di elevato standing professionale. In Anthilia il Comitato Consultivo è formato da soggetti tra loro non legati da rapporti di azionariato e che risultano portatori di interessi diversificati al di fuori dell'iniziativa di investimento nel fondo. A tale Comitato prende parte senza diritto di voto ciascun membro del team di gestione della Sgr con finalità di supporto informativo ed eventuale coordinamento amministrativo degli incontri. Dopo il parere del Comitato Consultivo interviene la decisione del CdA della Società di gestione il quale è l'unico soggetto responsabile nella decisione finale di investimento. Una volta sottoscritta l'obbligazione si avvia la fase di monitoraggio dell'investimento da parte del team di gestione sino alla scadenza naturale dell'obbligazione.

### 10.1 PRE-SCREENING

Nella fase di pre-screening il team di gestione alimenta il deal flow delle iniziative attraverso relazioni e contatti con le controparti (contatti diretti con le aziende, banche



e altri intermediari finanziari, manager, imprenditori, professionisti, consulenti e intermediari); effettua uno primo screening quantitativo dei possibili emittenti target costruendo un apposito database e con il supporto dell'Ufficio Studi effettua l'analisi dello scenario economico a livello settoriale. Una volta selezionata un'azienda "candidabile" all'emissione acquisisce ed analizza la documentazione necessaria per una prima analisi della società target.

In questa fase assumono particolare importanza due aspetti:

- Il rispetto di criteri economico patrimoniali di base
- La completezza e qualità della documentazione per la presentazione della candidatura

I criteri economico patrimoniali di base stabiliti dal processo di investimento del fondo Anthilia BIT (in linea con altri processi di selezione di altre realtà del mercato) devono rappresentare una azienda "sana". Tale è definita una realtà produttiva dove i ratios patrimoniali assumono valori coerenti con la continuità aziendale, in grado cioè di sostenere un piano di impegni finanziari legati ad un nuovo progetto industriale. La lista dei requisiti di bilancio quantitativi scelta da Anthilia si articola in questo modo:

- |                              |                          |
|------------------------------|--------------------------|
| ▪ Fatturato:                 | compreso tra 10-200 Mln€ |
| ▪ Ebitda / Fatturato:        | minimo 5%                |
| ▪ Debito / Patrimonio Netto: | massimo 3 volte          |
| ▪ Debito / Ebitda:           | massimo 4 volte          |
| ▪ Oneri finanziari / Ebitda: | massimo 35%              |
| ▪ ROS (Ebit / Fatturato):    | minimo 2.5%              |

I requisiti informativi sono verificati acquisendo una lista di documenti in base ad uno schema di information-memorandum che guida l'intero processo di selezione dell'emittente (dal pre-screening alla delibera di investimento finale del Consiglio di Amministrazione) fra cui si riportano alcuni elementi essenziali:

- Dati anagrafici
- Storia della società e del gruppo
- Descrizione dell'attività e delle linee di business
- Struttura del gruppo
- Perimetro di consolidamento
- Struttura azionaria
- Sistema di governace e principali cariche societarie
- Organigramma e composizione degli organi societari
- Risorse umane (dipendenti e progetti di sviluppo o ridimensionamento)
- Società di revisione
- Mercati di riferimento (per vendita e approvvigionamento)
- Elenco principali clienti e fornitori (ultimi 3 anni)
- Dettagli progetti di finanziamento (Obiettivi, Azioni previste, Copertura finanziaria)

- Bilanci ultimi 3 anni
- Certificazione ultimo bilancio
- Visura struttura societaria (holding, partecipazioni, ecc.)
- Visura struttura proprietaria (soci, azionisti, ecc.)
- Visura protesti (soci e principali cariche societarie)
- Certificato penale e dei carichi pendenti (soci e principali cariche societarie)
- Modello di business (modello produttivo, modello distributivo, posizionamento competitivo e strategie)
- Attestazione possibilità di emissione di titoli di debito (nel caso di SRL)
- Condizioni indicative di emissione (dimensione emissione, durata, cedola)
- Rating interno elaborato dalla Banca proponente

Attraverso l'analisi dei requisiti quantitativi e della documentazione iniziale il team di gestione effettua una prima valutazione dell'opportunità identificata. Al termine della fase di pre-screening il team di gestione elabora una sintesi della candidatura per la presentazione al CdA con:

- descrizione sintetica della società target: storia, assetto proprietario, management, struttura organizzativa, attività;
- descrizione del settore e della posizione competitiva della società target: evoluzione e segmentazione del mercato, strategia competitiva e posizionamento, concorrenza;
- analisi economico-finanziaria della performance storica e prospettica dell'azienda;
- descrizione dell'ipotesi di struttura dell'operazione allo studio;
- stima dei ritorni attesi;
- identificazione di eventuali conflitti di interesse.

La sintesi della candidatura viene proposta al Consiglio di Amministrazione della Società di gestione il quale analizza la documentazione presentata dal responsabile del team di gestione della Sgr ed autorizza, se del caso, a procedere all'analisi approfondita della società target mediante l'avvio delle fasi di Pre-istruttoria e Istruttoria.

## 10.2 DUE DILIGENCE (PRE - ISTRUTTORIA ED ISTRUTTORIA)

Dopo la validazione formale dei requisiti si passa ad una analisi sostanziale di quanto riportato nella documentazione di pre-screening. Il team di gestione acquisisce ulteriori informazioni sulla società target e sul settore di riferimento anche attraverso contatti informali con esperti di settore. In particolare in questa fase, definita di pre-istruttoria, il team di gestione:

- verifica l'impatto del prospettato investimento sul portafoglio in essere;
- firma eventuali accordi di esclusiva e/o lettere d'intenti;
- coordina ed analizza le risultanze delle due diligence contabile, legale, ambientale, fiscale, di business e, ove applicabile, antiriciclaggio.

- effettua, anche con l'ausilio di consulenti esterni, le due diligence strategica, contabile, legale, fiscale e di business;
- effettua incontri con il management della società oggetto di analisi e visite ai siti produttivi;
- elabora una bozza della struttura dell'operazione da condividere con il potenziale emittente, individuando la tipologia di strumento finanziario oggetto di investimento, scadenza e condizioni;

L'analisi della società è costruita tenendo conto di diversi aspetti legati all'operatività aziendale ed al contesto di mercato, si riporta di seguito una sintesi delle dimensioni di analisi raggruppate per disciplina:

Figura 15 – Check list due diligence

#### Contesto di mercato

- Crescita PIL
- Disoccupazione e inflazione
- Tensioni su materie prime
- Fase del ciclo del credito
- Contesto politico
- Scenario sui cambi

#### Rischio industriale

- Contesto competitivo
- Stabilità della domanda
- Difendibilità dei margini
- Nuove tecnologie emergenti
- Evoluzione filiera di produzione
- Flessibilità produttiva
- Flessibilità approvvigionamenti

#### Dimensione emittente

- Fatturato
- Quote di mercato
- Diversificazione linee di business
- Diversificazione geografica
- Asset non-core liquidabili
- Dipendenza dai fornitori
- Concentrazione clientela

#### Management - Proprietà

- Professionalità - esperienza
- Trasparenza catena di controllo
- Parti correlate
- Criteri selezione del management
- Track-record delle figure chiave
- Processi decisionali e operativi

#### Qualità contabile

- Stabilità criteri di valutazione
- Valutazione intangibili
- Valutazione magazzino
- Ammortamenti
- Imposte differite e anticipate
- Impegni extra-bilancio (leasing)
- Ratei, risconti e contingent liabilities

#### Solidità del business

- EBITDA e margini su EBITDA
- ROTA, ROCE, ROE
- Crescita Vendite, EBITDA, EBIT
- Margine di contribuzione
- Incidenza costi fissi su fatturato
- Livello CAPEX

#### Solidità patrimoniale

- Debito/Patrimonio
- Debito/Total Attivo
- Debiti a breve/Debiti a lungo termine
- Posizione finanziaria netta/EBITDA
- Incidenza garanzie e leasing
- Contenziosi legali pendenti

#### Cashflow

- EBITDA/Debito
- Oneri finanziari/EBITDA
- Flussi di cassa netti/Debito
- Flussi di cassa netti/Investimenti
- Quick ratio e Acid Ratio
- Giorni medi incasso fatture attive rispetto alle fatture passive

#### Business plan

- Coerenza strategica
- Profittabilità prospettica
- Sostenibilità patrimoniale
- Qualità dell'iniziativa
- Affidabilità comunicazione periodica
- Valutazione dei covenants
- Analisi dinamica

Se i riscontri contabili effettuati, le visite ai siti produttivi e l'impianto complessivo dell'iniziativa progettuale è giudicato coerente agli obiettivi del fondo, il Team di gestione procede con la fase istruttoria, caratterizzata dal coinvolgimento (nel caso del fondo BIT di Anthilia Sgr) di una Agenzia di Rating indipendente: CRIF Rating Agency. Sul ruolo dell'agenzia di rating si rimanda al punto specifico del testo limitandoci in questo contesto a segnalare l'importanza di un giudizio indipendente ed "aggiuntivo" rispetto all'analisi effettuata dal team di gestione della Sgr. Alla Società di Rating sono sottoposti i bilanci approvati degli ultimi 3-5 anni della Società target ed i dettagli del Business Plan associato all'iniziativa di emissione. Sulla base dei riscontri effettuati e dell'ampio campione statistico gestito dall'Agenzia (statistiche sui default, statistiche su bilanci di società di pari settore, etc.) quest'ultima comunica un rating che sarà preso come punto di riferimento per negoziare il rendimento richiesto

dell'obbligazione con la Società target. Il rating in particolare incide sulla componente del rendimento legata alle probabilità di default che determina un costo implicito per l'investitore e deve essere opportunamente tenuta in considerazione nell'identificazione del rendimento minimo richiesto per l'emissione.

Una volta acquisito il rating la Sgr negozia le condizioni del prestito con l'emittente inserendo i covenant, stabilendo il tasso di interesse di riferimento e concordando tutti i contenuti che dovranno poi confluire nel documento di emissione ufficiale che verrà presentato a Borsa Italiana in sede di quotazione dello strumento. In questa fase sono attivate tutte le funzioni di supporto della Sgr: Risk management, Compliance, Audit, onde accertare che non vi siano elementi ostativi all'investimento in relazione alla politica di investimento del fondo, alle regole di condotta della Società di gestione o all'eventuale non sufficiente "emersione" di tutti i potenziali conflitti di interesse emergenti dall'operazione. Una volta validati gli aspetti normativi e regolamentari il team di gestione prepara la Relazione Informativa riepilogativa dell'operazione da presentare al Comitato Consultivo. Quest'ultimo esamina la Relazione Informativa ed esprime il proprio parere non vincolante sull'investimento sulla base di una attenta validazione del percorso informativo tracciato dal team di gestione e delle professionalità specifiche legate al mercato del credito espresse dai partecipanti. Non è infrequente che il Comitato possa validare il processo richiedendo tuttavia maggiori approfondimenti informativi in relazione all'emittente o suggerisca vincoli più stringenti all'assetto dei covenant previsti per l'operazione. Può altresì, ove ritenuto necessario, esaminare tutta la documentazione di dettaglio disponibile presso la SGR relativa all'attività di due diligence.

Il Comitato consultivo ha un ruolo specifico in relazione a potenziali conflitti di interesse fra la Società di gestione ed il potenziale emittente. In tal senso gli è stato affidato il ruolo di esaminare eventuali situazioni di conflitto relative all'investimento derivanti da rapporti di gruppo e/o con i soci, gli amministratori e i dipendenti della SGR al fine di esprimere il proprio parere che in tale circostanza oltre ad essere obbligatorio è anche vincolante per il Consiglio di Amministrazione della Società di gestione. E' questa l'unica eccezione nella quale il CdA della Sgr non agisce come decisore "unico ed indipendente" in merito all'iniziativa di investimento.

Acquisito il parere del Comitato Consultivo il CdA della Sgr analizza la Relazione Informativa ed il documento di sintesi delle condizioni del credito, verifica l'assenza di profili di rischio non coerenti con la politica di investimento del Fondo e con i limiti di investimento normativi e regolamentari sulla base delle relazioni del Risk management e della funzione di Compliance. Acquisisce inoltre i verbali del Comitato Consultivo con i pareri espressi dai relativi membri sull'investimento utili ad integrare il quadro di valutazione dell'iniziativa con pareri di qualificato profilo professionale ed espressione di sensibilità "diversificate" della compagine degli Investitori principali.

In caso di esito positivo della fase di analisi e valutazione dell'emittente, il Consiglio delibera l'effettuazione dell'operazione con le maggioranze deliberative previste dal Regolamento del Fondo sulla base della Relazione Informativa presentata dal Team di

gestione ivi inclusi i pareri delle funzioni di controllo. In tale circostanza dà mandato al Responsabile Area Gestione Fondi Chiusi di procedere alla predisposizione della documentazione legale per l'ammissione alla negoziazione su Borsa Italiana.

### 10.3 GESTIONE DELL'INVESTIMENTO

La gestione dell'investimento rappresenta una fase non meno importante rispetto al processo di selezione, nonostante la scarsa liquidità degli strumenti limiti di fatto le possibilità di un rapido disinvestimento da parte del Fondo. La fase di monitoraggio può tuttavia essere considerata come un test di prova della bontà del processo di selezione costruito ex-ante in quanto "riscontra" nei fatti tutto ciò che in sede di due diligence è stato "ipotizzato" in merito allo sviluppo del business dell'emittente. I flussi informativi nella fase di gestione dell'investimento si articolano secondo due direttrici:

- un flusso economico-informativo "standard" legato al pagamento dividendi, alla formulazione ed invio dei bilanci annuali, all'eventuale esercizio delle opzioni "call" etc.;
- un flusso di informazioni sull'andamento di gestione (trimestrale di cassa, andamento delle vendite, interruzioni di produzione rilevanti etc.) stabiliti in sede di definizione dei covenant in funzione del business, della dimensione e delle capacità organizzativa dell'emittente.

Il Team di Gestione instaura un rapporto "dinamico" con le società oggetto di investimento, così da poter intervenire tempestivamente e preventivamente laddove dovessero insorgere delle situazioni di criticità; effettua un costante monitoraggio dell'andamento economico e patrimoniale sulla base di incontri periodici con il management e verifica il rispetto degli impegni contrattuali, con particolare riferimento al mantenimento di ratio patrimoniali e reddituali concordati in linea con la sostenibilità del debito.

Casi di temporanea insolvenza da parte dell'emittente nel pagamento degli interessi o dei rimborsi di capitale sono suscettibili di sanzioni "contrattuali" attraverso così detti "step-up" coupon così come stabiliti in sede di definizione di covenant. Nei casi più gravi di conclamata insolvenza il Consiglio della Sgr procede a verificare se vi siano possibilità di ristrutturazione del debito secondo un approccio concordato con l'azienda insolvente o se vi siano gli estremi per adire le procedure concorsuali di legge. La recuperabilità dell'investimento dipende dalla presenza di eventuali garanzie finanziarie stipulate in sede di emissione attraverso un garante, oppure avvalendosi del privilegio speciale sui beni mobili, ove previsto, o ancora in base alla recuperabilità del debito sulla base dell'attivo di liquidazione.

I casi di insolvenza sono fattorizzati nel calcolo del tasso interno di rendimento del fondo e rispecchiano i tassi di default storicamente registrati nell'area geografica / settore di riferimento. Tanto maggiore sarà la qualità della selezione degli emittenti e la costruzione del portafoglio tanto minore sarà, tendenzialmente, l'incidenza dei default sull'attivo del portafoglio. Minori default si traducono in un maggiore

rendimento per gli investitori ed è ragionevole che possano giustificare un riconoscimento in termini di commissioni di incentivo per il team di gestione secondo gli standard tipici dell'industria dell'asset management. In molti casi è previsto un rendimento minimo assicurato agli investitori ('hardle rate') al di sotto del quale nessuna commissione di incentivo è dovuta.

## 11 Ruolo dell'agenzia di rating

Il ruolo del rating nel contesto della valorizzazione dei minibond rimane requisito irrinunciabile per costruire una filiera di interesse per i mercati dei capitali privati. Qualità del rating e certificazione delle Agenzie che li emettono sono pertanto da subito stati definiti elemento chiave nella filiera del mercato del debito privato. Il Regolamento Europeo CE 1060 del 2009 ha modificato significativamente il contesto normativo nel quale operano le agenzie di rating, cercando di mitigare i conflitti di interesse, di garantire qualità nei rating creditizi e trasparenza nei processi di assegnazione dei giudizi. Il Regolamento ha introdotto l'obbligo di registrazione come Credit Rating Agency (CRA) per tutte le agenzie che operano o che intendano operare nell'Unione Europea. La registrazione comporta un complesso procedimento formale, nell'ambito del quale le agenzie devono osservare elevati standard organizzativi e di governance che garantiscano l'integrità, l'obiettività e la trasparenza del processo di rating. Il Regolamento prevede anche che le agenzie di rating siano soggette a vigilanza da parte dell'Esma (European Securities and Markets Authority), l'organismo europeo che ha il compito di assicurare un corretto e trasparente funzionamento del mercato. Nel contesto del Fondo Anthilia BIT, il team di strutturazione del fondo si è rivolto a CRIF Rating Agency che assicura due importanti requisiti: l'ottima copertura territoriale delle informazioni relative agli emittenti e la certificazione Esma. L'utilizzo sistematico dell'agenzia indipendente garantisce l'indipendenza nel giudizio di rating rispetto al team di valutazione del fondo e costi contenuti per gli emittenti. L'elemento di contenimento dei costi è ottenuto sfruttando le economie di scala di cui l'Agenzia dovrebbe beneficiare sulla base dei diversi emittenti analizzati nel corso della vita del fondo stesso.

### 11.1 TIPOLOGIE DI RATING

Nell'ambito dell'operatività del fondo è previsto un passaggio obbligatorio nel processo di investimento per l'assegnazione di rating da parte dell'agenzia indipendente CRIF. L'assegnazione del rating è prevista nel corso dell'attività di due diligence del team di selezione della SGR ed integra la valutazione da parte di quest'ultimo sul merito di credito dell'emittente.

Il processo di assegnazione di rating è strutturato in vari passaggi di cui si illustra brevemente la struttura e le attività nel corso di questa sezione del documento.

Le tipologie di rating offerte da CRIF si dividono in due categorie:

**Rating unsolicited** - I rating unsolicited sono comunicati ai clienti che sottoscrivono il servizio e, in via preventiva, alle entità valutate, che possono verificare l'esattezza dei dati e segnalare - entro 48 ore dalla ricezione della comunicazione del rating e utilizzando apposito modulo di rettifica dei dati - eventuali errori materiali nelle informazioni utilizzate per il rating. L'output del processo di rating unsolicited è rappresentato da:

- rating report approfondito contenente il risultato dei diversi ambiti di valutazione ed il giudizio espresso dal dipartimento di Rating riguardo ai vari aspetti industriali, finanziari e di posizionamento competitivo oggetto di analisi;
- dossier analitico istruttorio contenente le informazioni di dettaglio utilizzate per arrivare al giudizio di rating.

**Rating solicited** - I rating solicited sono richiesti dall'entità valutata o da terze parti collegate e vengono diffusi al pubblico attraverso il sito Web ufficiale di CRIF. Il processo di attribuzione dei rating solicited si caratterizza per la forte interazione tra gli analisti di rating e il management dell'Entità Valutata. Il rating viene attribuito al termine di una 'due diligence' nell'ambito della quale vengono acquisite e verificate una serie di informazioni fornite dall'impresa, con particolare riferimento alle strategie aziendali e agli aspetti specifici di business risk, financial risk e corporate governance.

La tipologia di rating che riguarda l'operatività di Anthilia BIT è quella dei rating unsolicited che prevedono una stretta interazione fra Emittente, Team di selezione della SGR e Credit Agency nel reperimento e formalizzazione dei dati e nel monitoraggio delle informazioni relative al merito creditizio nel corso della vita dell'obbligazione.

## 11.2 PROCESSO ASSEGNAZIONE DI RATING

Il processo di assegnazione del rating in Anthilia Sgr ha inizio con la richiesta formale da parte del team di selezione della SGR di un rating unsolicited per l'azienda emittente. La richiesta è fatta in nome e per conto del fondo BIT.

All'interno di CRIF il responsabile della divisione dedicata ai servizi di rating verifica l'identità dell'azienda emittente ed assegna ad un team specifico l'assegnazione del progetto di rating. In questa circostanza il responsabile del team di analisti di CRIF verifica i potenziali conflitti di interesse tra Rating Agency ed emittente e verifica che l'assegnazione del lavoro rispetti i principi di terzietà e la policy sui conflitti di interesse internamente approvati.

La valutazione da parte del team di CRIF ha inizio con l'analisi di un file excel in cui sono riepilogati i dati quantitativi dei bilanci storici utili ad un primo assessment quantitativo sullo stato di salute e solvibilità dell'azienda. Questa sezione è popolata con l'aiuto dell'azienda emittente supportata dal team di selezione della SGR. Le

informazioni in questo contesto sono raggruppate su tre fogli: Info generali, Bilancio Individuale e Bilancio consolidato.

Figura 16 –Schema di bilancio consolidato CRIF

BILANCI ORDINARI D'ESERCIZIO				
STATO PATRIMONIALE ATTIVO	31/10/2009	31/10/2010	31/10/2011	NOTE
<b>A. CREDITI VERSO SOCI</b>				
CREDITI VERSO SOCI di cui parte richiamata				
<b>B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI</b>				
<b>B.I. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>				
B.I.1. Costi di impianto ed ampliamento				
B.I.2. Ricerca e sviluppo				
B.I.3. Brevetti				
B.I.4. Concessioni e licenze				
B.I.5. Avviamento				
B.I.6. Immobilizzazioni in corso ed acconti				
B.I.7. Altre				
Fondo ammortamento immobilizzazioni immateriali e svalutazioni				
<b>B.II. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>				
B.II.1. Terreni e fabbricati				
B.II.2. Impianti				
B.II.3. Attrezzature industriali				
B.II.4. Altri beni				
B.II.5. Immobilizzazioni in corso ed acconti				
Fondo ammortamento immobilizzazioni materiali e svalutazioni				
<b>B.III. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE</b>				
B.III.1. Totale Partecipazioni				

Una volta compilati i tre fogli Excel del file menzionato il team di CRIF procede ad una verifica di coerenza dei dati, controlla cioè se vi siano alcune informazioni con errori “palesi” di inserimento (ad es. voci negative dello stato patrimoniale, grandezze di bilancio tecnicamente non coerenti tra di loro, etc.)

Approvato lo schema di bilancio storico ed accertata la presenza di tutte le informazioni preliminari essenziali il team di CRIF assegna un primo R.A.P. = Rating automatico provvisorio che può essere utile al team di gestione di Anthilia come punto di riferimento iniziale nell’iter di valutazione dell’emittente

Una volta terminata la fase di analisi dei bilanci storici si procede all’alimentazione della seconda parte del form di analisi di CRIF che si compone di altri quattro fogli: “Info per Business Plan”, “dettaglio ricavi”, dettaglio finanziamenti e dettaglio leasing. In questa sezione si collazionano le informazioni chiave relative al Business plan, informazioni di dettaglio sulle poste fuori bilancio ed uno spaccato delle varie forme di indebitamento dell’azienda.

L’ultimo set informativo riguarda l’informazione della centrale rischi di Banca d’Italia riportata in un foglio a parte del form di valutazione.

Una volta che le informazioni di cui ai precedenti punti siano completate il team di analisti di CRIF sottopone il bilancio prospettico ricavato dalla proiezione del Business Plan a vari scenari di stress, ed effettua valutazioni settoriali e di posizionamento competitivo dell’azienda target. La società di rating ha perfezionato 7 tipologie diverse



di schemi di valutazione in base ai diversi contesti settoriali in cui operano le PMI italiane:

- Industria e commercio all'ingrosso con valore della produzione inferiore o pari a 2,5Mln€
- Commercio al dettaglio con valore della produzione inferiore o pari a 2,5Mln€
- Commercio (ingrosso e dettaglio) con valore della produzione superiore a 2.5Mln€
- Industria con valore della produzione superiore a 2.5Mln€
- Edilizia con valore della produzione inferiore a 10Mln€
- Immobiliare (senza soglia dimensionale) ed edilizia con valore della produzione superiore a 10Mln€
- Servizi (senza soglia dimensionale)

Il valore della produzione è quello dell'ultimo bilancio disponibile, ossia con data di presentazione più recente. Il codice ATECO utilizzato è quello dello schema 2007 a 2,3 o 4 cifre.

Dopo la valutazione di tutte le componenti dello spreadsheet compilato e le valutazioni del team di analisti di scenario, settore e stress test, l'agenzia CRIF esprime un rating che viene comunicato al team di selezione di Anthilia BIT ed alla Società emittente. L'informazione del rating è riservata alla SGR ed all'impresa emittente e non è divulgabile al di fuori di questi due soggetti. L'analisi del merito di credito dell'impresa prende in considerazione il rischio paese, il settore di attività, il posizionamento competitivo e concorrenziale e le strategie di business in termini di coerenza rispetto al posizionamento ed alle informazioni rinvenibili dai dati di bilancio storici e prospettici.

I rating ufficiali sono sottoposti a monitoraggio permanente e vengono prontamente aggiornati in presenza di variazioni significative nelle componenti valutate. La procedura di riesame del rating può essere attivata per:

- disponibilità di nuovi bilanci o variazioni significative riferite ad altre informazioni
- su iniziativa dell'analista o dalle persone che approvano il rating
- per revisione dei criteri, dei modelli o delle ipotesi principali utilizzate

L'attività di monitoraggio dell'emittente è condotta in maniera continuativa anche attraverso il controllo delle informazioni presenti su Eurisc. Le informazioni sulla base delle quali il rating potrebbe essere rivisto sono quelle pubbliche riconducibili a:

- notizie stampa sull'emittente
- informazioni finanziarie diramate da canali ufficiali
- dati di mercato nel caso di imprese quotate

oppure possono essere informazioni di natura privata che riguardano eventi relativi all'emittente quali:

- modifiche alla struttura del passivo

- operazioni di carattere straordinario
- cambiamenti nell'assetto proprietario o di controllo
- modifiche alle strategie di business

In ogni caso l'analista contatta periodicamente il soggetto valutato per avere aggiornamenti sull'andamento del business specificatamente agli aspetti che in fase di valutazione erano stati individuati come elementi chiave nella valutazione del rating. Il monitoraggio della gestione aziendale può portare ad un CreditWatch o ad una Credit action con una riduzione dei "modifiers" legati al rating. In questo caso l'agenzia dà prontamente informativa al team di selezione della SGR ed all'emittente stesso riguardo l'avvenuta modifica di rating.

Il team della SGR in funzione della situazione e dei covenant concordati in sede di emissione esprime il proprio parere al Consiglio di Amministrazione della SGR, se dar corso per esempio o meno ad azioni specifiche nei confronti dell'emittente in relazione al possibile ulteriore deterioramento del merito di credito o in relazione ad altre considerazioni specifiche del contesto. Il CdA della SGR delibera successivamente se procedere o meno e con quali modalità.

L'elemento caratterizzante del processo di investimento così come è stato costruito per il fondo Anthilia BIT è quello di essere alimentato da quattro meccanismi di valutazione indipendenti. Da una parte c'è l'analisi quantitativa di CRIF, agenzia autorizzata ESMA, dotata di un processo e di risorse strutturate e specializzate nell'attività di valutazione. Dall'altra c'è il team di gestione della SGR, che valuta la stessa base dati ma effettua delle proiezioni di scenario e di valutazione competitiva in funzione di ipotesi e ragionamenti diversi e non "collegati" al processo di valutazione interno al team di analisti di CRIF. Il terzo soggetto è rappresentato dal pool di banche, "core Investors" del Fondo BIT, che all'interno del comitato consultivo valutano ciascuna iniziativa e sottopongono l'emittente ad analisi approfondita alla luce delle proprie informazioni sull'andamento dell'emittente e di altre valutazioni dal punto di vista di un'azienda di credito. Quarto soggetto coinvolto è il Risk management di Anthilia che sottopone tutto l'iter di selezione ad una verifica di coerenza con il processo descritto ed al rispetto delle linee guida illustrato in sede di lancio del fondo a garanzia degli investitori ed a supporto del CdA della SGR.

### 11.3 FLUSSO INFORMATIVO CRIF - SGR

Nell'ambito della piattaforma di controllo di Anthilia BIT, il Risk management ha concordato con CRIF un set informativo necessario all'aggiornamento dei dati di probabilità di default utili alla valutazione degli investimenti ed alla corretta rappresentazione al CdA del livello di rischio del portafoglio. In particolare, la SGR ha concordato su base semestrale la seguente lista di informazioni:

- Probabilità di default per classe di rating (sofferenze più incagli più ritardi nei pagamenti) ad 1, 3 e 5 anni dell'intero campione di aziende italiane con fatturato sopra i 5Mln€

- Probabilità di default registrate semestralmente per settore merceologico secondo lo schema settoriale evidenziato nei capitoli precedenti
- Matrici di transizione ad 1, 3 e 5 anni per classe di rating
- Numerosità dei campioni di aziende alla base del calcolo delle probabilità di default settoriale

Il flusso informativo è monitorato direttamente del risk management di Anthilia e permette un monitoraggio dei modelli e delle informazioni di base necessarie per il calcolo dei rischi. A queste informazioni standard si aggiungono quelle periodiche di aggiornamento dei livelli di rating per tutte le aziende in portafoglio e le notifiche di “rating action” ove applicabili.

## 12 Il ruolo degli advisor

L’advisor finanziario è quel soggetto professionale che supporta l’azienda nell’iniziativa di emissione obbligazionaria a partire dall’analisi dei requisiti di base per la presentazione del progetto di sviluppo industriale sino al supporto nelle attività legate alla quotazione dello strumento ed alla sottoscrizione. L’advisor finanziario rappresenta un elemento fondamentale nella filiera del mercato dei minibond in quanto guida il processo di comunicazione tra azienda emittente ed investitore. All’advisor è demandato anche il compito di evidenziare con opportune azioni di comunicazione e supporto informativo la solidità aziendale dell’impresa target ed il “valore del progetto industriale” legato all’iniziativa di emissione. La predisposizione di una corposa e dettagliata documentazione è alla base del processo di selezione ma per le piccole e medie imprese può rappresentare un sforzo produttivo che richiede energie, tempo e talvolta anche sensibilità non sempre alla portata di una piccola realtà produttiva.

L’Advisor finanziario si interfaccia con il team di gestione del Fondo di investimento e fornisce tutte le informazioni che la fase di pre-screening e di istruttoria richiedono approfondendo eventuali tematiche giudicate “critiche” dal team di valutazione onde colmare qualsiasi eventuale ritardo informativo ravvisato dal team di analisti. In questo contesto l’Advisor svolge un ruolo chiave nel supporto alla costruzione di un Business Plan dettagliato, credibile e trasparente in relazione ai ragionevoli obiettivi di espansione produttiva pianificata nel progetto di emissione. Nell’esperienza dell’Anthilia BIT, il Business Plan ed il progetto industriale associato costituiscono un elemento essenziale dell’iniziativa di emissione, in quanto in nessun caso le risorse derivanti dalla sottoscrizione dell’obbligazione dovranno finanziare precedenti debiti in scadenza o supportare la gestione del circolante. Il piano industriale rappresenta in sé la sintesi della “tensione” verso lo sviluppo e l’espansione industriale del soggetto economico ed è a questa fattispecie che l’iniziativa di Anthilia Sgr si rivolge lasciando alle banche il compito centrale di supportare la finanza “di funzionamento ordinario” della Società, ruolo che storicamente per esperienza e competenza hanno realizzato da decenni di pari passo con lo sviluppo industriale del nostro paese.

L'advisor finanziario è a fianco dell'impresa anche nell'ambito dell'iter legale che accompagna il processo di selezione e sottoscrizione del minibond: accordi di riservatezza, lettere di intenti, processo di quotazione. In questo specifico aspetto della procedura l'interlocutore dell'advisor finanziario, oltre al team di selezione dell'investimento, è lo studio legale specializzato (advisor legale). Quest'ultimo segue l'iter contrattuale del processo provvedendo a produrre e finalizzare la documentazione tecnico legale prevista nell'iter di selezione e sottoscrizione dello strumento finanziario di concerto con i rappresentanti della Società emittente. Nell'esperienza di Anthilia BIT è stato identificato in un primario studio legale specializzato nell'attività di quotazione dei minibond: lo Studio Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP che ha fornito un servizio "chiavi in mano" nell'ambito di tutta la filiera documentale richiesta garantendo costi competitivi contenuti ed una standardizzazione di processo utile a rendere efficiente il percorso contrattuale ed autorizzativo legato all'iniziativa di emissione. Si riporta di seguito, traendo spunto dai requisiti documentali e di processo indicati dall'advisor legale, una sintesi dell'iter documentale richiesto per la procedura di quotazione.

### 12.1 ITER LEGALE AUTORIZZATIVO

Nel caso l'obbligazione sia quotata sul segmento ExtraMot Pro l'iter autorizzativo si compone di una serie di adempimenti che l'advisor legale verifica e, se del caso, supporta la Società a rendere disponibili:

#### 1) Verifica Statuto

Nel caso in cui l'emittente sia una società a responsabilità limitata, lo statuto deve prevedere la possibilità per la società di emettere titoli di debito. Lo statuto deve indicare l'organo competente a deliberare e gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. Nel caso in cui l'emittente sia una società per azioni, non occorre che lo statuto preveda espressamente la possibilità per la società di emettere obbligazioni. La competenza a deliberare in merito all'emissione, in assenza di specifica disposizione statutaria spetta agli amministratori.

#### 2) Deliberazione di emissione Libro delle obbligazioni / Registro emittente

L'organo competente delibera in merito all'emissione dei mini-bond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO, nonché al conferimento dei poteri di esecuzione della delibera stessa.

#### 3) Libro delle obbligazioni/Registro dell'emittente

L'emittente deve istituire il cosiddetto "libro delle obbligazioni" (in caso di società per azioni) ovvero il "registro dell'emittente" (in caso di società a responsabilità limitata) nel quale siano indicati:

- l'ammontare dei mini-bond emessi e di quelli estinti
- il nominativo dei titolari dei mini-bond (in caso di titoli nominativi)

- i trasferimenti e i vincoli relativi ai mini-bond.

#### 4) Regolamento del Prestito

I termini e le condizioni relative ai mini-bond sono formalizzati in un “regolamento del prestito”. Il documento riporta le caratteristiche dei mini-bond (quali natura, forma, importo, valore nominale e limiti di circolazione), le modalità di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale, i diritti dei titolari dei mini-bond e gli obblighi dell'emittente.

#### 5) Contratto di sottoscrizione

Il contratto di sottoscrizione, da stipulare tra l'emittente e il sottoscrittore dei mini-bond, disciplina le modalità, le condizioni ed i termini della sottoscrizione stessa e contiene le dichiarazioni e garanzie, impegni, clausole di manleva ed indennizzo in favore del sottoscrittore.

#### 6) Incarico alla banca agente

L'emittente conferisce ad una banca l'incarico, tramite sottoscrizione di un apposito contratto/documentazione (generalmente predisposto e messo a disposizione dalla banca stessa), di svolgere tutte le attività relative, tra l'altro, ai pagamenti dovuti dall'emittente in favore dei titolari dei mini-bond.

#### 7) Certificati (certificato di solvenza, certificato di vigenza, certificato fallimentare)

All'atto dell'emissione e sottoscrizione dei mini-bond, l'emittente consegna al sottoscrittore i seguenti certificati:

- certificato di solvenza, con il quale il legale rappresentante della società attesta tra l'altro la solvenza della società;
- certificato di vigenza rilasciato dalla competente Camera di Commercio che attesti l'assenza di procedure di insolvenza nei confronti della società;
- certificato fallimentare rilasciato dalla competente sezione del tribunale fallimentare che attesti l'assenza di procedure di insolvenza nei confronti della società.

Ai fini dell'ammissione alla negoziazione di mini-bond sul Segmento ExtraMOT PRO, è necessario che l'emittente rispetti una serie di adempimenti:

#### 8) Redazione del Prospetto o Documento di Ammissione

La società emittente deve redigere un prospetto conforme alle disposizioni e allegati applicabili del Regolamento CE n. 809/2004 (Regolamento della Commissione recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari). In alternativa la Società emittente

può produrre un documento di ammissione alla negoziazione contenente le informazioni indicate nelle linee guida del Regolamento ExtraMOT.

#### 9) Acquisizione codice ISIN

L'emittente deve richiedere l'assegnazione del codice ISIN alla Banca d'Italia, tramite la nuova procedura di assegnazione del codice attraverso una serie di passaggi:

- Compilazione del modulo di richiesta di adesione al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito web di Banca d'Italia
- Invio del modulo validato e sottoscritto con firma digitale all'indirizzo di Posta Elettronica Certificata di Banca d'Italia
- richiesta attribuzione del codice ISIN tramite invio del Messaggio "Richiesta ISIN", avvalendosi dell'applicazione on line (FEAT) e seguendo le istruzioni pubblicate da Banca d'Italia sul proprio sito web.

Al messaggio di richiesta di assegnazione del codice ISIN dovranno essere allegati:

- il regolamento del prestito,
- il verbale dell'organo competente dell'emittente che ha deliberato l'emissione
- in caso di titoli di debito, una dichiarazione di accettazione del ruolo di sottoscrittori da parte di "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali", ai sensi di quanto previsto dall'articolo 2483, comma 2, del codice civile. Ai fini della richiesta di attribuzione del codice ISIN, ciascuna società potrà valutare se delegare tale attività ad un referente, che può essere anche esterno all'Emittente stesso.

#### 10) Presentazione Bilanci

L'emittente è tenuto a pubblicare i propri bilanci (anche consolidati, ove disponibili) relativi agli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile da parte di un soggetto terzo (Società di Revisione o soggetto iscritto all'Albo dei revisori contabili) indipendente ed esterno all'emittente, ai sensi del Decreto Legislativo n.39 del 27 gennaio 2010 (salvo diversa normativa di settore applicabile).

#### 11) Richiesta di ammissione

L'emittente o un operatore aderente al mercato previo consenso dell'emittente possono richiedere l'ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO, redigendo la domanda sulla base del modello fornito da Borsa Italiana e facendola sottoscrivere dal legale rappresentante dell'emittente. A tale richiesta devono essere allegati i seguenti documenti:

- una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei mini-bond secondo lo schema ed il formato definiti da Borsa Italiana in base alle caratteristiche dello strumento;
- il prospetto o il documento di ammissione ovvero l'indicazione dove è possibile reperire l'uno o l'altro;

- le condizioni dell'emissione

#### 12) Accentramento presso Monte Titoli

Borsa Italiana verificherà la sussistenza delle condizioni richieste ai fini dell'ammissione alle negoziazioni e dell'avvenuto accentramento dei mini-bond presso Monte Titoli

#### 13) Avviso di negoziazione

Borsa, entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di ricezione della richiesta di ammissione alla negoziazione, pubblicherà l'avviso di avvenuta ammissione dei minibond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO. Le negoziazioni inizieranno a partire dal secondo giorno di mercato aperto successivo alla data di pubblicazione di detto avviso.

#### 14) Adempimenti successivi all'ammissione

Successivamente alla pubblicazione da parte di Borsa Italiana dell'avviso di avvenuta ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO, l'emittente è tenuto, in conformità con il Regolamento ExtraMOT, a pubblicare le seguenti informazioni:

- il bilancio annuale sottoposto a revisione contabile, senza indugio e in ogni caso non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario cui è riferito;
- ogni informazione relativa all'emittente che possa avere un impatto sul prezzo dei mini-bond ammessi alla negoziazione;
- ogni modifica nelle caratteristiche dell'emissione nonché nelle modalità di esercizio dei diritti dei titolari dei mini-bond;
- l'informativa tecnica relativa ai mini-bond, ossia le informazioni sul calcolo degli interessi e l'eventuale rimborso anticipato dei titoli.

## 13 Ruolo del garante

Nell'esperienza di Anthilia Sgr, nell'ambito del Fondo Anthilia BIT le garanzie oggetto di valutazione da parte del team di selezione rientrano in cinque tipologie:

- accesso al fondo di garanzia statale per le PMI
- garanzie su singola operazione prestate da SACE;
- garanzie prestate dal FEI (Fondo Europeo degli investimenti) su quote del portafoglio degli emittenti sottoscritti dal fondo;
- privilegio speciale sui beni mobili strumentali (attivabile su singola emissione ove le caratteristiche del patrimonio immobilizzato dell'azienda offrano una ragionevole aspettativa di liquidabilità sul mercato);
- fidejussioni prestate dalla capogruppo verso la controllata emittente a garanzia della solvibilità del debito contratto da quest'ultima.

Le forme indicate sono associate a strategie di copertura dei rischi diverse che risultano complementari e attivabili in funzione della controparte emittente analizzata. In linea di principio la strategia del Fondo BIT tenderà ad utilizzare la garanzia SACE o il fondo di garanzia dove i rischi di una potenziale situazione di insolvenza fossero giudicati troppo elevati in relazione ad una singola emissione, ad esempio in prossimità dei valori minimi di rating consentiti dal regolamento di gestione (B+ oppure BB-). In tali circostanze ove il progetto industriale fosse giudicato interessante ma i rischi di deterioramento del rating in fasi successive a quella di emissione troppo elevati, si potrà attivare una delle due menzionate forma di copertura.

L'accesso al fondo di garanzia è stato reso disponibile a seguito del decreto interministeriale emanato nel Maggio del 2014 che ha dato attuazione all'art.12 comma 6-bis del Decreto Destinazione Italia a fronte di operazioni di sottoscrizione di minibond. Il fondo offre garanzie a livello di singole emissioni con un importo garantito tra il 30% e il 50% del valore nominale fino ad un massimo di 1,5 milioni di euro. E' prevista anche una copertura a livello di portafoglio a condizione che quest'ultimo sia ben diversificato e di valore nominale compreso tra 50 e 300 milioni di euro. Il costo previsto è pari all'1% dell'importo garantito, una tantum. Nel caso della SACE l'approvazione ed il pricing della copertura assicurativa sono soggetti alla valutazione da parte del team di analisti della Società che valutano l'iniziativa e lo stato di solvibilità dell'emittente in maniera indipendente. La copertura di SACE in ogni caso non potrà superare il 70% del valore dell'emissione.

La garanzia del FEI rientra in una tipologia di copertura non legata ad una singola emissione ma a componenti di portafoglio. Un esempio rappresentativo potrebbe essere il seguente: supponiamo che una filiera industriale presenti tassi di sviluppo prospetticamente molto interessanti e che il fondo si trovi a valutare una certa numerosità di imprese ad essa associata. Nei limiti di regolamento supponiamo che il fondo prenda una esposizione vicina ai livelli massimi di un determinato comparto industriale. Se dalle analisi macroeconomiche o dagli studi di settore dovesse emergere un quadro atteso di deterioramento dello scenario economico sulla filiera produttiva in portafoglio, il team potrebbe valutare di "isolare" l'esposizione specifica del fondo assicurandola attraverso il FEI.

Come nel caso della SACE, anche nel caso del FEI il fondo beneficia di un ulteriore analisi e validazione del rischio emittente ad opera di un team specializzato in grado di offrire una prospettiva indipendente in merito al business ed alla sostenibilità del debito in aggiunta a quanto realizzato dal team di gestione, dalla banca / advisor finanziario dell'operazione e dalla stessa Agenzia di rating CRIF.

Il privilegio speciale sui beni mobili strumentali, nell'intenzione del legislatore, dovrebbe sopperire all'impossibilità da parte di molte piccole e medie imprese di offrire garanzie reali sul debito contratto. Il privilegio speciale è una opzione valutabile nel caso in cui il presumibile valore di realizzo del bene a garanzia sia "ragionevolmente" riconoscibile da parte del team di gestione (macchinari ad alta specializzazione, materiali o semilavorati fungibili in altre filiere produttive, etc.).



L'utilizzo di questa tipologia di assicurazione è circoscritto a specifiche casistiche di settore a differenza dell'opzione SACE e FEI in cui la garanzia si configura in termini puramente finanziari.

Il caso della fideiussione da parte della capogruppo è un caso frequente quando ad emettere il bond sia una società controllata da una società più grande in termini di fatturato e solidità finanziaria. In tale circostanza, onde sostenere lo sviluppo delle "parent company" la controllante, dotata di una solidità superiore, opta per utilizzare il capitale di credito per sostenere la crescita del business della controllata abbassandone il costo attraverso fideiussione diretta garantendo così condizioni di emissione più favorevoli.

## 14 Considerazioni conclusive

La letteratura finanziaria è ricca di metodologie rigorose per la selezione degli emittenti e per la costruzione di portafoglio. La complessa congiuntura economica che le PMI italiane affrontano oggi rappresenta la vera sfida per i capitali privati in questo nuovo contesto normativo. La teoria deve far i conti con la realtà, i costi di emissione devono rimanere 'contenuti' e la filiera dei servizi efficiente. Il nuovo mercato dovrà essere in grado di far emergere con trasparenza minacce e punti di forza dei progetti industriali.

In Anthilia Sgr per selezionare un'emissione se ne analizzano in media circa venti, con una percentuale di successo tra "analizzato" e "sottoscritto" che si attesta intorno ad un 5%. Portafogli con più di trenta emissioni sottoscritte, a meno di casi particolari, in questa congiuntura di mercato, comportano un lavoro di selezione di più di 600 nomi. Una buona selezione non può prescindere da questo iter, e difficilmente si discosterà da questo rapporto nel breve periodo. Tuttavia i tempi "non brevi" per la costruzione degli impieghi sono un passaggio necessario per acquisire un portafoglio crediti di qualità. Velocità del processo di selezione e solidità degli impieghi seguono una relazione tendenzialmente inversa ed in un mercato illiquido non può che prevalere l'approccio verso la qualità.

Alla luce dei costi associati ad ogni singolo processo di selezione emerge una dimensione minima "economicamente significativa" per le operazioni effettuate da un veicolo specializzato in questo mercato. Senza una adeguata dotazione di asset difficilmente si potrà garantire quel livello minimo di diversificazione che costituisce un requisito irrinunciabile per un investitore professionale. La dotazione del fondo sarà a sua volta il risultato della capacità del team di promozione dell'iniziativa di saper catalizzare l'attenzione di nuovi investitori verso il mercato del "private debt".

Una iniziativa vincente si connoterà per la capacità di saper proporre un progetto interessante per lo sviluppo degli emittenti e finanziariamente significativo per gli investitori istituzionali. La partita si gioca sulla efficienza della macchina produttiva,

sulla capacità di gestione dei conflitti di interesse e sulla qualità espressa nel selezionare le idee, gli imprenditori e le strutture produttive a maggior potenziale.

#### **Dati societari**

Anthilia Capital Partners Sgr Spa

Partita IVA: 05855780960

Capitale sociale: € 5.371.440,00 interamente versato

#### **Dove siamo**

##### **Milano**

Corso di Porta Romana 68 20122 Milano, Italia

Tel. +39 02.97386101

Fax +39 02.97386100

##### **Roma**

Via Antonio Bertoloni 55 00197 Roma, Italia

Tel. +39 06.45496450

Fax +39 06.45496462

##### **Bologna**

Via Guerrazzi 28/3 40125 Bologna, Italia

Tel. +39 051.2960714

Fax +39 051.2961149

#### **Contatti**

info@anthilia.it  
marketing@anthilia.it

Centralino: +39 02.97386101  
Fax: +39 02.97386100