

Anthilia Capital Partners SGR S.p.A.

Anthilia MUST

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO ALTERNATIVO
DI TIPO CHIUSO NON RISERVATO

***Relazione di gestione
infrannuale
per il periodo chiuso
al 30.06.2025***

SOMMARIO

CARICHE SOCIALI.....	3
NOTA ILLUSTRATIVA	4
SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2025	18

CARICHE SOCIALI

Consiglio di Amministrazione

Giovanni Landi	Presidente
Andrea Cuturi	Consigliere Delegato
Paolo Rizzo	Consigliere
Daniele Colantonio	Consigliere
Barbara Ellero	Consigliere
Alessandro Maria Decio	Consigliere
Claudia Pomposo	Consigliere
Marco Federico Alessandro Turrina	Consigliere
Valentina Lanfranchi	Consigliere indipendente

Collegio Sindacale

Annunziata Melaccio	Presidente Collegio Sindacale
Francesco Antonio Pozzoli	Sindaco effettivo
Giuseppe Tinè	Sindaco effettivo
Armando Tardini	Sindaco supplente
Erminio Beretta	Sindaco supplente

Il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale sono in carica fino all'approvazione del bilancio della SGR al 31 dicembre 2027.

Società di revisione

PricewaterhouseCoopers S.p.A.

Banca Depositaria

BNP Paribas SA - Succursale Italia

Elenco Soci

(% di partecipazione al capitale con diritto di voto)

Anthilia Holding S.r.l.	60,81%
Cassa Lombarda S.p.A.	14,29%
Banco di Desio e della Brianza S.p.A.	15,00%
Banca Valsabbina S.C.p.A.	9,90%

NOTA ILLUSTRATIVA

Premessa

La relazione di gestione infrannuale al 30 giugno 2025 del Fondo Anthilia MUST (di seguito, il “Fondo”), costituita dalla situazione patrimoniale e dalla presente Nota Illustrativa è stata redatta, in forma abbreviata, in conformità alle istruzioni previste dal Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio emanato da Banca d’Italia con Provvedimento del 19 gennaio 2015 e successive modifiche ed integrazioni. In particolare, ci si è avvalsi della possibilità, prevista dall’articolo 3 del Titolo IV, Capitolo V, del suddetto Provvedimento, di redigere la relazione infrannuale in forma abbreviata nel caso in cui si proceda alla predisposizione di una relazione di gestione annuale completa alla fine dell’esercizio.

I prospetti relativi alla situazione patrimoniale, nonché quelli contenuti nella presente Nota Illustrativa, sono stati redatti in unità di Euro.

La relazione di gestione infrannuale del Fondo è stata, inoltre, redatta in applicazione alle disposizioni previste dal regolamento del Fondo.

Tipologia di Fondo

Il Fondo “Anthilia MUST” è un fondo di investimento alternativo di tipo chiuso non riservato e gestito da Anthilia Capital Partners SGR S.p.A. (di seguito la “SGR”). Il Fondo è stato istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 22 settembre 2022, è stato autorizzato da Banca d’Italia il 2 dicembre 2022 ed ha iniziato la sua attività dal 5 luglio 2023, data del primo closing, con una dotazione iniziale di € 25.857.096.

Il NAV del Fondo è calcolato con cadenza semestrale e in occasione di ogni closing successivo.

Durata del Fondo

Il Fondo ha una durata di 7 anni e scade il 31 dicembre 2030, salva la possibilità per la SGR di deliberare, un periodo di proroga non superiore a due anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio.

Attività di collocamento delle quote

Il Fondo è operativo dal 5 luglio 2023, data in cui è avvenuto il primo closing per un importo iniziale sottoscritto pari ad € 25.857.096. Al 30 giugno 2025 l’importo complessivo sottoscritto è pari a € 41.225.802. Il regolamento del Fondo prevede l’emissione di quattro classi di quote, alle quali spettano i diritti indicati nel regolamento. Ogni quota sottoscritta ha un valore nominale di € 100.

La sottoscrizione di Quote A1 è idonea a qualificarsi come investimento qualificato destinato alla costituzione di piani di risparmio a lungo termine di cui all’articolo 13-bis, comma 2-bis, del Decreto-legge 26 ottobre 2019, n. 124, convertito, con modificazioni dalla Legge 19 dicembre 2019, n. 157 e successive modifiche e/o integrazioni (cc.dd. PIR alternativi).

Il patrimonio del Fondo viene raccolto mediante una o più emissioni di quote in occasione di ciascun closing legato al relativo sub-periodo di sottoscrizione. A seguito della chiusura del terzo sub-periodo di sottoscrizione, al 30 giugno 2025 il Fondo ha emesso un totale di 417.155,96 quote di cui 13.534,82 di classe A e 403.621,57 di classe A1.

Il periodo di sottoscrizione delle quote è tuttora in corso.

Per la commercializzazione delle quote del Fondo la SGR si avvale anche dei seguenti collocatori: Cassa Lombarda S.p.A., Sempione SIM S.p.A. e AllFunds Bank SA (quest'ultima anche avvalendosi di sub-collocatori, quali Banco di Desio e della Brianza S.p.A.).

Attività di gestione e politiche d'investimento

Il Fondo mira ad incrementare il valore del suo patrimonio nel medio-lungo termine, attraverso la realizzazione di operazioni di investimento aventi per oggetto, in via prevalente, l'acquisto e/o la sottoscrizione di strumenti di equity e/o debito e/o crediti emessi da imprese italiane non quotate e quotate a media e bassa capitalizzazione.

Le politiche d'investimento sono in linea con le disposizioni previste nel regolamento del Fondo. Gli investimenti del Fondo sono effettuati in conformità a quanto previsto dalle norme prudenziali in materia di criteri e divieti all'attività di investimento, e di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA chiusi non riservati. La politica di investimento del Fondo è attuata in ottemperanza alla normativa sui piani individuali di risparmio a lungo termine al fine di considerare le quote del Fondo come investimento qualificato per i piani di risparmio a lungo termine (nello specifico, i cc.dd. PIR alternativi).

In particolare, il Fondo potrà essere investito, in:

- a) strumenti rappresentativi di equity o quasi-equity, ivi inclusi strumenti convertibili in equity e warrant emessi da un'Impresa Target;
- b) strumenti di debito emessi da un'Impresa Target;
- c) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio del Fondo, erogati dal Fondo a un'Impresa Target, con una scadenza non superiore alla Durata del Fondo;
- d) altri strumenti finanziari, anche derivati, ammessi ovvero non ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione;
- e) strumenti del mercato monetario;
- f) quote di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari;
- g) quote di FIA aperti
- h) quote di FIA chiusi, di ELTIF, di EuVECA e di EuSEF;
- i) depositi bancari denominati in euro.

Il Fondo potrà essere investito per massimo il 50% in strumenti rappresentativi di equity e quasi-equity. Il Fondo potrà essere investito per massimo il 30% in quote o azioni di altri OICR.

Per "Impresa Target" si intende un'impresa che soddisfi i seguenti requisiti:

- a) non è inserita negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati;
- b) è residente in Italia oppure in Stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo e con stabile organizzazione in Italia.

Il Fondo non può:

- a) concedere alcun finanziamento, o investire, emettere garanzie o altrimenti fornire supporto finanziario o altro tipo di supporto direttamente o indirettamente a qualsiasi impresa la cui attività sia illegale (i.e. qualsiasi produzione, commercio o altra attività che risulta essere illegale ai sensi della legge o dei regolamenti applicabili al Fondo, o alla relativa società o entità, ivi incluso a mero titolo esemplificativo la clonazione umana a fini riproduttivi);
- b) concedere alcun finanziamento o investire in imprese la cui attività sia sostanzialmente focalizzata su:
 - (i) la produzione e commercio del tabacco e relativi prodotti;

- (ii) il finanziamento e la produzione e il commercio di armi da fuoco e munizioni di qualsiasi tipo, fermo restando che tale restrizione non si applica nella misura in cui tali attività risultino parte o complementari a politiche esplicite dell'Unione Europea;
 - (iii) il gioco d'azzardo e le scommesse, ovvero produzione o commercializzazione di prodotti connessi al medesimo;
 - (iv) la produzione e commercio di materiale pedo-pornografico o qualsiasi attività legata alla prostituzione;
 - (v) l'attività di compro oro o trading di metalli preziosi al dettaglio;
 - (vi) la ricerca, lo sviluppo o l'applicazione tecnica relativa a programmi e soluzioni elettroniche che permettano illegalmente l'accesso a network elettronici o lo scarico di dati in formato elettronico;
 - (vii) la ricerca, lo sviluppo o l'applicazione tecnica relativa a programmi e soluzioni elettroniche che trovino principalmente applicazione in uno dei settori di cui alle lett. che precedono;
- c) fornire alcun supporto al finanziamento della ricerca, sviluppo o applicazione tecnica in connessione
- (i) alla clonazione umana a fini di ricerca o terapeutici o
 - (ii) agli organismi geneticamente modificati (OGM), senza un adeguato controllo della SGR circa i temi legali, regolamentari e etici connessi a tale clonazione umana a fini di ricerca o terapeutici e/o OGM;
- d) concedere finanziamenti o investire più del 20% (venti per cento) del Capitale del Fondo in imprese che svolgono attività di acquisto, valorizzazione e alienazione di immobili.

Il Fondo sarà investito per almeno il 70% in Italia, restando inteso che dovranno considerarsi come situate in Italia le società che siano residenti nel territorio dello Stato oppure in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo e con stabile organizzazione nel territorio dello Stato.

Il Fondo sarà investito in strumenti e attività denominate in Euro per almeno il 60%. Resta inteso che l'esposizione a valute diverse dall'Euro, considerando le operazioni di copertura del rischio di cambio, non può superare il 10% del Fondo.

Scenari macroeconomici di riferimento e commento ai mercati

Il primo semestre del 2025 è stato piuttosto movimentato per le economie globali e i mercati. Partendo dagli Stati Uniti, la crescita nei primi 6 mesi dell'anno dovrebbe attestarsi al di sotto del potenziale, attorno ad un 1,2% annualizzato, in virtù di un primo trimestre negativo (-0,5% annualizzato) a cui dovrebbe seguire un rimbalzo nel secondo, ma non sufficiente a riportare la crescita ai livelli dello scorso anno. Tra i motivi di questo rallentamento, il più importante è rappresentato dalle distorsioni legate alla politica commerciale tracciata dall'amministrazione USA: la minaccia di istituzione di pesanti dazi sull'import ha indotto le aziende ad anticipare le importazioni, causando una pesante detrazione di crescita ad opera del canale estero, solo parzialmente bilanciata da un accumulo di scorte. Accanto a questo effetto distorsivo, però, ve ne è stato un altro più materiale: il clima di incertezza generato dalla sequela di imposizioni e rinvii dei dazi ha pesato su consumi e investimenti. I dati di inflazione sono stati per lo più benigni, ma la FED ha optato per tenere i tassi invariati nella prima metà del 2025, in attesa di capire quale sarà l'impatto dei dazi sull'inflazione USA.

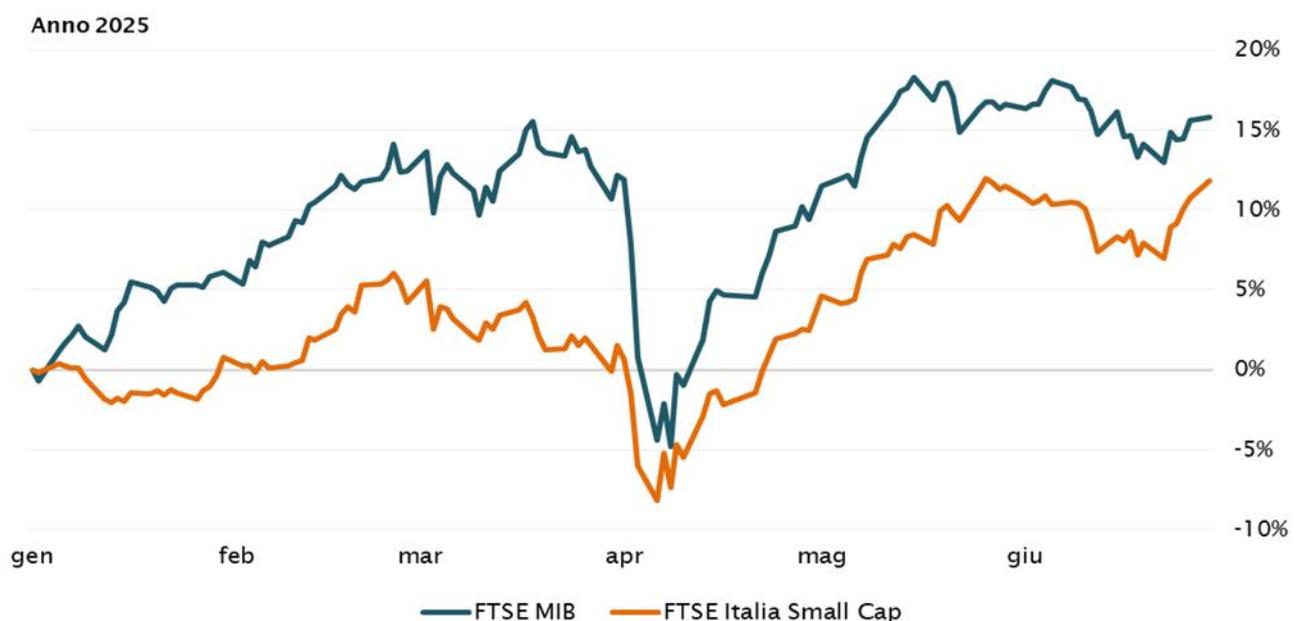
In Eurozona, per contro, nei primi 6 mesi del 2025 abbiamo assistito ad una moderata accelerazione della crescita, a dispetto del clima di incertezza causato dall'aggressività della politica commerciale USA. La crescita del PIL potrebbe avvicinarsi ad un 2% annualizzato nella prima metà del 2025, anche se difficilmente questo ritmo si dimostrerà sostenibile nella seconda metà dell'anno. A supportare il ciclo, potranno contribuire le aspettative di incentivo fiscale in arrivo in Germania, grazie all'abbandono del vincolo di bilancio e l'approvazione di un piano di stimolo da 500 mld €, e in termini più generali l'aumento della spesa in tutta

l’Eurozona e Regno Unito per rispettare i budget sul settore difesa. Anche la politica monetaria ha contribuito alla crescita, con la BCE che ha tagliato i tassi quattro volte nel corso della prima metà dell’anno. Questa politica monetaria espansiva è stata possibile con un’inflazione che ha proseguito il suo rientro verso il target del 2%. Nel Regno Unito la crescita ha accelerato nel primo semestre 2025, dopo un paio di trimestri di stagnazione nella seconda metà del 2024. L’inflazione, però, è moderatamente salita nel periodo di riferimento, circostanza che ha permesso alla Bank of England di tagliare i tassi solo due volte nel 2025 a fronte di un’economia che resta fragile.

L’economia giapponese per contro ha rallentato nei primi sei mesi dell’anno rispetto al 2024 e non è da escludere che la crescita possa rivelarsi negativa nel periodo di riferimento. L’inflazione ha continuato a mantenersi sopra il target, costringendo la Bank of Japan ad attuare una politica monetaria moderatamente restrittiva.

Analisi del mercato delle Small Cap italiane

Con riferimento al mercato azionario italiano, nel corso della prima parte del 2025 abbiamo assistito ad un ulteriore semestre di sottoperformance del mercato delle small cap rispetto alle large cap. Nello specifico, il primo trimestre è stato particolarmente penalizzante per le small cap italiane che hanno proseguito nella sottoperformance (-11%) degli ultimi anni. Diversa storia invece il secondo trimestre quando, dopo il Liberation Day di Trump, le small cap sono finalmente riuscite ad invertire la tendenza sovra performando le large cap di circa il 7%. A fine semestre, la sotto performance complessiva è stata di circa il 4% che, sommandosi a quelle accumulate nel corso del 2023 e del 2024, arriva ormai a sommare circa il 50%.



Il fenomeno della sottoperformance temporanea delle small cap italiane ormai pareva assumere un carattere strutturale caratterizzato da scarso interesse generalizzato per il comparto, mancanza di operatori specializzati, scarsa copertura da parte degli analisti e soprattutto liquidità ai minimi. Le valutazioni e i multipli aziendali che ne conseguono, a causa di significativi cali dei prezzi e di fondamentali aziendali tutto sommato solidi e spesso in crescita, hanno ormai raggiunto livelli storicamente molto compressi tanto da dare il via ad

un massiccio fenomeno di delisting e di acquisizioni sul mercato quotato (12 OPA in soli 6 mesi) mentre le nuove IPO scarseggiano (solo 6 nel semestre e tutte di dimensione estremamente contenuta).

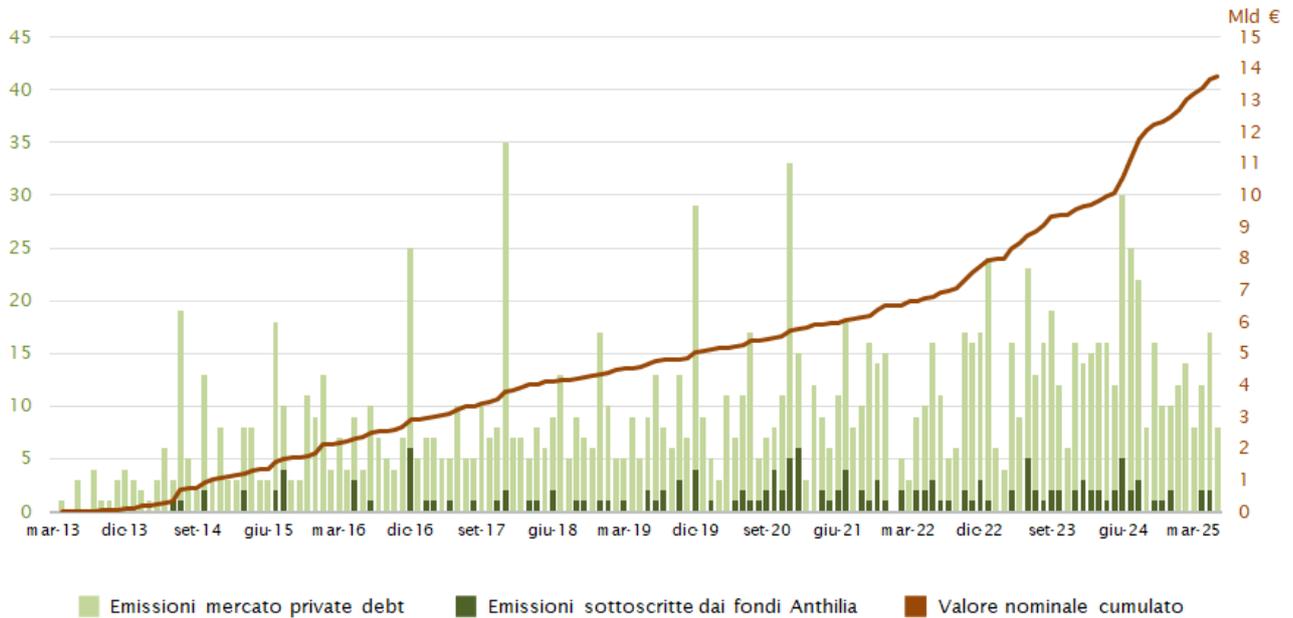
A livello globale, negli ultimi tre anni, a pesare sulle piccole capitalizzazioni sono state le incertezze geopolitiche, il conseguente incremento del prezzo dell'energia, l'incertezza macroeconomica dettata dall'esplosione dell'inflazione (che ha caratterizzato tutto il 2023), il rialzo dei tassi e, infine, i dazi e la politica commerciale, a dir poco altalenante, perpetrata dall'amministrazione Trump.

Tuttavia, a partire dal secondo trimestre abbiamo assistito ad un'inversione di tendenza su tutte le cause citate. A partire dal Liberation Day di Trump, momento in cui ha annunciato dazi a pioggia e ben oltre le attese per tutti, le small cap europee e soprattutto quelle italiane hanno finalmente visto un periodo di sovraperformance rispetto alle large cap. Da un lato le small cap sono spesso società a vocazione più domestica (o comunque europea) rispetto alle large cap, dall'altro il Liberation Day ha trovato le blu chip sui massimi ed a valutazioni decisamente elevate mentre le small cap trattavano a valutazioni già ampiamente compresse. Inoltre, i timori per una minore crescita globale hanno compresso i prezzi del petrolio e dell'energia, l'inflazione pare ormai rientrata (soprattutto in Europa) e ampiamente sotto controllo, i tassi europei sono stati tagliati per ben 8 volte dai massimi e ci si aspetta nuovi tagli nella seconda metà dell'anno. Sul fronte geopolitico, le guerre non hanno visto escalation eccessive diventando, purtroppo, un new normal mentre, sul fronte dei dazi gli USA stanno progressivamente trovando accordi commerciali con tutti i principali partner. Ecco, dunque, che le varie cause alla base della sotto performance delle small cap stanno gradualmente svanendo, aprendo la strada per un auspicabile recupero del comparto.

A livello prettamente italiano, il semestre è stato caratterizzato ancora una volta dal perdurare delle difficoltà legate all'eredità dei PIR con scarsi flussi e da una liquidità molto contenuta. Tuttavia, nel corso dei primi sei mesi abbiamo assistito ad un progressivo, sebbene contenuto, miglioramento su questo fronte. Nel frattempo, il tanto atteso lancio del Fondo Nazionale Strategico (circa 1 mld €, di cui il 49% messi a disposizione da CDP e il 51% da investitori privati) rappresenta un tentativo concreto di riattivare finalmente i flussi verso le small cap.

Analisi del mercato del private debt italiano

Con riferimento al periodo di attività dei fondi che investono in private debt gestiti da Anthilia, da marzo 2013 a giugno 2025 il mercato del private debt italiano è cresciuto a una CAGR del 54,5% circa e conta 1.256 emissioni per un ammontare cumulato di € 13,8 miliardi.



* Censimento dei titoli di debito, quotati o private placement, e finanziamenti di valore nominale inferiore a 100 mln €, emessi da imprese italiane
Fonte: Anthilia. Dati al 30/06/2025

Di seguito si riporta il posizionamento di Anthilia rispetto al mercato:

	Mercato private debt Emissioni quotate e private placement < 100 mln €	Investimenti sottoscritti da Anthilia	Anthilia vs mercato
Emissioni	1.256	157	12,5% market share
Emittenti	1079	100	10,8% market share
Valore nominale totale	12,8 mld €	1,04 mld €	8,1% market share

Fonte: Anthilia. Dati al 30/06/2025

Attività del Fondo

Componente azionaria

Al termine del periodo la componente azionaria del portafoglio risulta investita quasi interamente, oltre il 46% e prossima al limite del 50% del capitale del Fondo (come definito nel regolamento), attraverso investimenti in 38 società di cui 30 con una capitalizzazione inferiore a € 500 milioni (per un peso di circa il 70% della componente azionaria). La restante parte è prevalentemente investita in società con una capitalizzazione inferiore a € 1 miliardo (per oltre il 20%) e solo in un caso superiore a € 1 miliardo.

Nel corso del periodo non sono avvenute particolari modifiche al portafoglio che tuttora contiene una buona parte dei titoli presenti alla fine del 2024. Tuttavia, negli ultimi trimestri, è stata effettuata qualche modifica in seguito alla progressiva evoluzione dello scenario macroeconomico: il Fondo ha concluso il processo di

riduzione della propria esposizione verso quei titoli eccessivamente illiquidi e quindi maggiormente vulnerabili in situazioni di deflussi forzati. Inoltre, la situazione macroeconomica degli scorsi mesi, con tutte le incertezze derivanti dai possibili dazi negli USA, ha indotto la SGR a ridurre progressivamente l'esposizione a quei titoli eccessivamente esposti al mercato extra europeo. Le società in portafoglio sono state selezionate su principi di valutazione fondamentali e la SGR ha ritenuto opportuno puntare prevalentemente su società di qualità elevata, caratterizzate da ricavi resilienti, buone marginalità, limitato downside e, soprattutto, valutazioni attraenti. Non manca tuttavia una certa esposizione a titoli growth e ad alta crescita, che stanno progressivamente ritrovando sempre più spazio, in vista di una possibile inversione del trend macroeconomico e di ulteriori ribassi dei tassi di interesse.

Il portafoglio della componente azionaria è ben diversificato su società appartenenti a diversi settori merceologici e il peso di ciascun investimento varia tra circa il 5,5% e lo 0,3%.

Componente Private Debt

Per quanto riguarda la componente obbligazionaria di portafoglio, nel corso del semestre il Fondo ha perfezionato le seguenti operazioni:

Beneficiaria	Settore	Rating	Importo investito	Cedola	Scadenza	Garanzie	Tipologia
Orim Srl	Economia circolare	Modefinance privato	€ 0,07 mln	EUR6M + 4,75%	31/12/2029	Pegno su azioni	Finanziamento diretto
Cigierre SpA	Ristorazione	Modefinance privato	€ 1,35 mln	EUR1/3/6M + 4,75%	31/12/2029	Pegno su azioni e altro	Finanziamento diretto
Orim Srl	Economia circolare	Modefinance privato	€ 0,14 mln	EUR6M + 4,75%	31/12/2029	Pegno su azioni	Finanziamento diretto
Haslan Uno Srl (Storci)	Costruzioni	Modefinance privato	€ 0,8 mln	EUR6M + 6,5%	31/01/2030	Pegno su azioni	Finanziamento diretto
Storci Perforazioni Srl (Storci)	Costruzioni	Modefinance privato	€ 0,2 mln	EUR6M + 5,5%	31/01/2030	Pegno su azioni	Finanziamento diretto

La restante parte della componente obbligazionaria è investita in titoli di stato a breve scadenza.

Componente altri OICR

Il Fondo è investito in due OICR gestiti dal gruppo BlackRock:

- BlackRock TCP Capital Corp è un veicolo di investimento quotato al Nasdaq che investe in strumenti di private debt di società statunitensi di medie dimensioni. Il portafoglio del veicolo ammonta a complessivi \$ 1,7 miliardi ed è composto per il 90% da esposizioni senior secured debt prevalentemente a tasso variabile, verso oltre 146 società.
- BSF Global Real Asset Securities Fund è un OICR che investe su scala globale principalmente in strumenti azionari di società del settore infrastrutture e immobiliare. Alle esposizioni dirette si aggiunge anche una strategia di vendita di opzioni call sui titoli in posizione, con la finalità di massimizzare la componente income e ridurre la volatilità del portafoglio.

Policy ESG

La SGR ha approvato una Policy ESG, nell'ambito di un processo di integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance all'interno delle decisioni di investimento. Nel suo complesso, la Policy ESG ha l'obiettivo di descrivere le metodologie di selezione, gestione e monitoraggio degli investimenti adottate dalla stessa al fine

di integrare l'analisi dei rischi di sostenibilità nell'ambito del proprio processo di investimento relativo ai servizi di gestione collettiva del risparmio, di gestione di portafogli, nonché di consulenza in materia di investimenti. Anche come firmataria dei Principi per l'Investimento Responsabile (PRI) sostenuti dalle Nazioni Unite, la SGR si impegna a integrare i criteri ESG nei processi decisionali riguardanti gli investimenti, adattando l'approccio in base a ciascuna specifica strategia di investimento, al fine di garantire un'azione al contempo efficiente ed efficace.

Si precisa che gli investimenti del Fondo non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.

Eventi di particolare rilevanza verificatisi nel corso del periodo

Ai sensi del regolamento, nel corso del semestre il Fondo ha effettuato n. 1 distribuzioni:

- in data 2 aprile 2025 pari a complessivi € 590.000 a titolo di rimborso di capitale.

Con riguardo alla SGR, si evidenzia che, nel contesto della partnership di natura commerciale nell'ambito dei servizi di asset e wealth management e di supporto alle PMI già avviata nel 2021 con Banco di Desio e della Brianza S.p.A. (di seguito "**Banco Desio**"), è stato sottoscritto in data 31 marzo 2025 un accordo tra la SGR, Anthilia Holding S.r.l. e Banco Desio per il rinnovo e rafforzamento della partnership stessa. L'accordo prevede, tra l'altro, la sottoscrizione di warrant, il cui esercizio, subordinato al raggiungimento di determinati obiettivi commerciali entro il 2027, porterebbe Banco Desio a raggiungere una partecipazione fino al 25% nel capitale della SGR. La sottoscrizione dei warrant si è perfezionata in data 16 aprile 2025.

Nel corso del periodo non si sono verificati altri eventi di particolare rilevanza.

Fatti di rilievo sulle posizioni in portafoglio

Nel primo semestre 2025, Rotofilm ha affrontato una fase critica sul piano finanziario e operativo, che ha portato all'attivazione della procedura di composizione negoziata della crisi (CNC). Nel corso del 2024, cinque tra i principali clienti - che incidono complessivamente per oltre il 60% del fatturato - hanno avviato processi di concentrazione degli acquisti presso gruppi multinazionali, con conseguente revisione dei volumi ordinati alla società. La suddetta contrazione dei volumi ha impattato negativamente la capacità dell'azienda di generare cassa operativa sufficiente a sostenere gli impegni finanziari derivanti dal piano di investimenti, con un conseguente rallentamento nei pagamenti, incremento dei crediti verso clienti, utilizzo strutturale del breve termine bancario, fino a situazioni di incaglio con alcuni fornitori e istituti di credito.

In assenza di segnali di ripresa della domanda nel breve, il CdA della società ha deliberato, in data 31 maggio 2025, l'accesso alla procedura di CNC. Contestualmente, è stata richiesta l'attivazione delle misure protettive, regolarmente iscritte nel Registro delle Imprese in data 25 giugno 2025. La nomina dell'esperto indipendente è intervenuta il 23 giugno 2025. La CNC è stata avviata con l'obiettivo di salvaguardare la continuità aziendale, attraverso la definizione di un piano industriale che prevede due fasi distinte ma coerenti: una prima fase transitoria di continuità diretta, nella quale la società prosegue l'attività operativa sotto protezione legale, in attesa della definizione di un accordo quadro e una seconda fase definitiva di continuità indiretta, basata sulla cessione integrale della partecipazione di controllo a un partner industriale, attivo nel settore della logistica e del packaging, con il quale sono in corso trattative avanzate.

Alla luce dell'attuale contesto e tenuta in considerazione la presenza della garanzia Sace SupportItalia al 90% a tutela del finanziamento, al 30 giugno 2025 la posizione è stata svalutata del 3,62%.

La società Ugo Pizzicannella ha registrato dei ritardi nel completamento dell'impianto di produzione di tannino e di conseguenza nell'avvio della produzione. Ciò ha comportato minori flussi di cassa rispetto a quelli previsti dal piano industriale che ha causato una temporanea tensione di liquidità. La società prevede che nel corso del

terzo trimestre 2025 l'impianto di tannino sia completato e che cominci la produzione. Le rate scadenti a giugno 2025 non sono state pagate e sono in corso interlocuzioni con la società.

Sulla base delle informazioni disponibili alla data della presente relazione, alla luce dello stato delle interlocuzioni con la controparte ed in considerazione della presenza della garanzia del Fondo Centrale di Garanzia all'80% a tutela del finanziamento la posizione non ha subito svalutazioni.

Linee strategiche per l'attività futura

Gli amministratori della SGR hanno valutato la capacità del Fondo di continuare ad operare come un'entità in funzionamento e, ai fini della redazione della presente relazione di gestione, è stato utilizzato il presupposto della continuità aziendale.

Rapporti con le altre società del gruppo

Cassa Lombarda S.p.A., che detiene una partecipazione del 14,29% della SGR, commercializza le quote del Fondo in qualità di collocatore.

Banco di Desio e della Brianza S.p.A., che detiene una partecipazione del 15,00% della SGR, commercializza le quote del Fondo in qualità di sub-collocatore (tramite AllFunds Bank SA).

Il Fondo non intrattiene altri rapporti con altre società che detengono una partecipazione nella SGR.

Elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
BLACKROCK TCP CAPITAL CORP	USD	535.896	3.804.313	9,116%
BSF-GLBL RL ASST-I3 USD	USD	27.388	2.203.681	5,281%
ICOP SPA	EUR	90.000	1.264.501	3,031%
ALTEA GREEN POWER SPA	EUR	135.000	1.054.350	2,527%
C&C SPA 6% 11/04/2026	EUR	1.000.000	996.400	2,387%
AVIO SPA	EUR	40.000	946.000	2,267%
DANIELI & CO	EUR	27.000	900.450	2,157%
NEWPRINCES SPA	EUR	50.000	860.000	2,061%
DIGITAL BROS	EUR	55.000	834.900	2,000%
SECO SPA	EUR	305.000	709.125	1,699%
SOMEK SPA	EUR	53.000	707.550	1,695%
TINEXTA SPA	EUR	57.000	705.660	1,691%
ESPRINET SPA	EUR	165.000	661.650	1,585%
AZIENDA BRESCIANA PETROLI NO	EUR	130.000	656.500	1,573%
FILA SPA	EUR	65.000	628.550	1,506%
PHILOGEN SPA	EUR	28.000	602.000	1,442%
ALA SPA	EUR	17.000	596.700	1,430%
CYBEROO SPA	EUR	370.000	553.150	1,325%
FRANCHI UMBERTO MARMI SPA	EUR	110.800	537.380	1,288%
PHARMANUTRA SPA	EUR	11.000	519.200	1,244%
LU-VE SPA	EUR	17.000	515.950	1,236%
ITALY BTPS 4.5% 10-01/03/2026	EUR	500.000	508.265	1,218%
MADRE HOLDING S.P.A. 9.029% 31/12/2029	EUR	500.000	500.000	1,198%
YACHTLINE ARREDOMARE 1618 SPA 5% 31/12/2	EUR	500.000	500.000	1,198%
OVS SPA	EUR	135.000	499.770	1,197%
ITALIAN WINE BRANDS SPA	EUR	24.000	494.400	1,185%
TXT E-SOLUTIONS SPA	EUR	14.000	480.900	1,152%
SERI INDUSTRIAL SPA	EUR	213.815	476.807	1,142%
UGO PIZZICANNELLA SARL 9.178% 31/12/2029	EUR	475.000	475.000	1,138%
DOVALUE SPA	EUR	190.000	470.060	1,126%
MISITANO & STRACUZZI SPA	EUR	170.000	459.000	1,100%
CEMBRE SPA	EUR	7.500	425.250	1,019%
NEXT GEOSOLUTIONS EUROPE SPA	EUR	50.000	405.000	0,970%
REFA SRL 31/12/2027 FRN	EUR	387.500	387.190	0,928%
WIIT SPA	EUR	25.000	386.500	0,926%
SABAF SPA	EUR	23.000	333.500	0,799%
FIERA MILANO SPA	EUR	55.000	323.950	0,776%
GAROFALO HEALTH CARE SPA	EUR	65.000	321.100	0,769%
ITALY BTPS 3.6% 23-29/09/2025	EUR	300.000	301.083	0,721%
CAIRO COMMUNICATIONS SPA	EUR	100.000	290.500	0,696%
VELENOSI SRL7.828 % 31/12/2029	EUR	284.211	284.211	0,681%
ERREDUE SPA	EUR	30.000	238.500	0,571%
EDIL SAN FELICE SPA SOCIETA	EUR	40.000	172.000	0,412%
GENENTA SCIENCE SPA - ADR	USD	60.000	158.703	0,380%
EUROTECH SPA	EUR	160.000	157.920	0,378%
PIQUADRO SPA	EUR	65.000	156.650	0,375%
EUROGROUP LAMINATIONS SPA	EUR	30.000	68.700	0,165%
SOCIETA SPORTIVA LAZIO SPA	EUR	45.000	36.000	0,086%
GT TALENT GROUP CW27 CW 31/12/2027	EUR	26.250	9.187	0,022%

Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del periodo

Con riguardo alla SGR, si evidenzia che, nel contesto della partnership di natura commerciale nell'ambito dei servizi di asset e wealth management già avviata nel 2023 con Banca Valsabbina S.C.p.A. (di seguito "**Banca Valsabbina**"), è stato sottoscritto in data 17 luglio 2025 un accordo tra la SGR, Anthilia Holding S.r.l. e Banca Valsabbina per il rinnovo e rafforzamento della partnership stessa, nonché per l'incremento dal 4% al 9,9% della partecipazione di Banca Valsabbina nel capitale della SGR. L'operazione si è perfezionata tramite la cessione a Banca Valsabbina di azioni della SGR detenute da Anthilia Holding S.r.l. per il 5,9%.

Non vi sono ulteriori fatti di rilievo da segnalare.

Operatività in strumenti finanziari derivati

Il Fondo ha posto in essere operazioni su strumenti derivati con finalità di copertura. In particolare, è stata coperta l'esposizione in USD mediante l'impiego di contratti future sul cambio EUR/USD.

Informativa sui rischi

In relazione agli investimenti in strumenti azionari, i fattori di rischio che possono influenzare il valore del Fondo sono:

- Rischio di mercato, dato dalla possibilità di oscillazioni sfavorevoli del valore degli investimenti;
- Rischio di dimensione, legato agli investimenti in società a bassa capitalizzazione (pari o inferiore a € 500 milioni);
- Rischio di liquidità.

In relazione ai fattori di rischio sopra elencati, gli indicatori monitorati, tenendo anche in considerazione il continuo evolversi del contesto geopolitico e macroeconomico globale, sono:

- Rischio mercato: controvalore dei titoli per singolo emittente e concentrazione del portafoglio;
- Rischio di dimensione: esposizione a società a bassa capitalizzazione;
- Rischio di liquidità: giorni massimi di liquidabilità degli investimenti.

In relazione agli investimenti in strumenti di private debt, i fattori di rischio che possono influenzare il valore del Fondo sono:

- Rischio di tasso d'interesse, dato dalla possibilità di movimenti sfavorevoli della curva dei tassi d'interesse;
- Rischio emittente, dato dalla possibilità che peggiori il merito creditizio degli emittenti dei titoli o dei crediti detenuti in portafoglio;
- Rischio di liquidità.

In relazione ai fattori di rischio sopra elencati, gli indicatori monitorati, tenendo anche in considerazione il continuo evolversi del contesto geopolitico e macroeconomico globale, sono:

- Rischio di tasso d'interesse: calcolo della duration di ogni singolo strumento e della duration pesata di portafoglio;
- Rischio emittente: controvalore dei titoli per singolo emittente, per classe di rating e per settore;
- Rischio di liquidità: scambi effettuati sui mercati regolamentati.

Il controllo dei limiti regolamentari e il monitoraggio degli indicatori di rischio sono svolti dalla Funzione di Risk Management.

Periodicamente vengono condotte analisi di monitoraggio, con l'obiettivo di individuare tempestivamente variazioni al grado di rischio del portafoglio e dei singoli emittenti di titoli e crediti detenuti. Tali valutazioni vengono periodicamente portate a conoscenza del Consiglio di Amministrazione della SGR per le eventuali azioni da intraprendere.

Politiche di copertura e/o mitigazione del rischio

Considerata la particolare natura degli investimenti del Fondo è possibile porre in essere politiche di copertura del rischio emittente attraverso garanzie prestate dall'emittente o da società del medesimo gruppo oppure da garanti istituzionali quali Sace e il Fondo Centrale di Garanzia gestito da MCC.

Criteri di valutazione

I criteri di valutazione applicati ai fini della determinazione del valore del patrimonio del Fondo sono quelli stabiliti dalla Banca d'Italia nell'ambito del Titolo V – Capitolo IV del Regolamento emanato con Provvedimento del 19 gennaio 2015 e successivi aggiornamenti.

Le componenti di reddito sono rilevate nel rispetto del principio della competenza, indipendentemente dalla data di incasso o di pagamento. Pertanto, il processo valutativo seguito è finalizzato ad esprimere correttamente la situazione patrimoniale del Fondo.

Posizione netta di liquidità

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

Strumenti finanziari

Si rimanda a quanto riportato successivamente.

Altre passività

I debiti e le altre passività sono iscritti al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione.

Sezione II – Le attività

Il patrimonio del Fondo può essere investito, nel rispetto dei limiti di volta in volta espressi all'interno del regolamento, nelle seguenti principale tipologie di attività:

- a) strumenti di debito a medio-lungo termine, obbligazioni e titoli similari;
- b) strumenti di debito a breve termine;
- c) altri titoli rappresentativi del capitale di debito, anche di natura partecipativa, cui possono essere eventualmente associati diritti di conversione o warrant;
- d) strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o sistemi multilaterali di negoziazione;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, inclusi finanziamenti erogati direttamente dal Fondo;
- f) quote o azioni di OICR o altri veicoli con finalità simili indipendentemente dalla relativa forma giuridica che investono prevalentemente negli strumenti indicati nei precedenti punti;
- g) depositi bancari e liquidità.

Gli Asset di cui alle precedenti lettere a), b), c) ed e) sono di seguito congiuntamente identificati come “Strumenti di Private Debt”.

La funzione preposta alla valutazione degli attivi presenti all’interno dei portafogli dei Fondi è la Funzione di Risk Management, con il supporto dell’Area Gestione FIA; tale valutazione viene svolta tramite i dati raccolti dalle società oggetto di investimento e i dati forniti da data provider. Per le attività non ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato o sistemi multilaterali di negoziazione, periodicamente, e comunque in occasione del calcolo del valore della quota, viene svolta la verifica della eventuale esistenza di situazioni che richiedano di apportare una svalutazione (o una ripresa nei limiti del valore di carico originario, rettificato per eventuali scarti di emissione) del valore di carico, nonché la determinazione delle corrispondenti rettifiche di valore.

Per ognuna delle suddette tipologie di attività, o per tipologia omogenea ed assimilabile degli stessi, si riportano di seguito i relativi criteri di valorizzazione.

“Strumenti di Private Debt”

Viste le caratteristiche degli Strumenti di Private Debt e le disposizioni normative applicabili a tipologie di attivi agli stessi assimilabili, la SGR ha stabilito, in via precauzionale, di procedere alla valutazione di tali tipologie di attività al costo di acquisto, rettificato per eventuali scarti di emissione, fatto salvi i casi, di seguito riportati, per cui è prevista la possibilità di rivalutare o la necessità di svalutare gli stessi.

In particolare, la valorizzazione di tali Asset viene effettuata mediante un modello, sviluppato internamente, che opera attraverso formule matematiche di attualizzazione finanziaria e si basa su una metodologia comunemente accettata dalla prassi professionale (Discounted Cash Flow - DCF).

In ogni caso, eventuali scarti di emissione sono contabilizzati pro rata temporis.

Gli Strumenti di Private Debt sono oggetto di svalutazione applicando, a scelta della SGR, uno dei seguenti criteri:

1. valore risultante da una o più transazioni eventualmente avvenute sullo strumento o credito su un mercato (anche non regolamentato) successivamente all’ultima valutazione, a condizione che la transazione sia stata effettuata fra soggetti indipendenti e per una quantità di strumenti o crediti comunque non inferiore al 2% del valore dell’intera emissione;
2. valore derivante dall’applicazione del modello adottato dalla SGR per la valorizzazione degli Strumenti di Private Debt. In particolare, in tale ambito viene preso in considerazione ogni evidente e significativo deterioramento del merito di credito, della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società oggetto di investimento ovvero ogni evento che possa stabilmente influire sulle prospettive della stessa di raggiungere gli obiettivi connessi al progetto di investimento, quali il mancato rispetto del Business Plan, impatti sulla struttura organizzativa e proprietaria, violazione di covenant.

L’entità della svalutazione da applicare nel secondo caso sopra descritto deriva dalla valutazione dei Strumenti di Private Debt di volta in volta effettuata dalla SGR attraverso l’utilizzo del modello di calcolo adottato.

Tutti gli elementi utilizzati ai fini dell’eventuale svalutazione dello Strumento di Private Debt sono sottoposti all’analisi del Consiglio di Amministrazione.

Qualora, successivamente alla svalutazione, i presupposti alla base della stessa dovessero venire meno, la SGR procede a ripristinare il valore dello Strumento di Private Debt al costo d’acquisto rettificato per eventuali scarti di emissione; eventuali ulteriori rivalutazioni seguiranno le condizioni descritte nel paragrafo seguente.

Gli Strumenti di Private Debt, trascorso un periodo che, di norma, non può essere inferiore ad un anno dalla data dell'investimento, possono essere oggetto di rivalutazione fino al prezzo di rimborso applicando, a scelta della SGR, uno dei seguenti criteri:

1. valore risultante da una o più transazioni eventualmente avvenute sullo strumento o credito su un mercato (anche non regolamentato) successivamente all'ultima valutazione, a condizione che la transazione sia stata effettuata fra soggetti indipendenti e per una quantità di strumenti o crediti comunque non inferiore al 2% del valore dell'intera emissione;
2. valore derivante dall'applicazione del modello adottato dalla SGR per la valorizzazione degli Strumenti di Private Debt. In particolare, in tale ambito vengono prese in considerazione le rivalutazioni derivanti da un miglioramento del merito di credito della società oggetto di investimento e quelle collegate a un miglioramento della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della stessa, al rispetto del Business Plan e alla struttura organizzativa e proprietaria.

“Strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o sistemi multilaterali di negoziazione”

La valorizzazione degli Strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o sistemi multilaterali di negoziazione viene svolta sulla base delle regole definite ed adottate dalla SGR nell'ambito della valutazione dei portafogli degli altri OICR istituiti dalla stessa.

In particolare, il valore di tali tipologie di strumenti viene determinato in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione o dal contribuente di riferimento. Per gli strumenti trattati su più mercati, si fa riferimento al mercato dove si formano i prezzi più significativi, avendo presenti le quantità trattate presso lo stesso e l'operatività svolta dai Fondi.

“Quote o azioni di OICR o altri veicoli con finalità simili indipendentemente dalla relativa forma giuridica”

Le parti di OICR sono valutate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tenere conto dei prezzi di mercato, nel caso in cui le parti di OICR in questione siano ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato. Nel caso di OICR di tipo chiuso sono tenuti in considerazione eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico (ad esempio versamenti e distribuzioni).

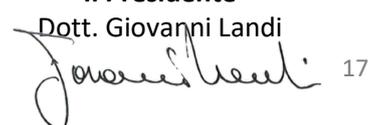
“Altre componenti patrimoniali”

Rientrano in tale categoria, a titolo esemplificativo, le disponibilità liquide e le posizioni debitorie. In particolare, la SGR, per i finanziamenti con rimborso rateizzato, utilizza quale criterio di valutazione il debito residuo in linea capitale, mentre per quanto concerne i depositi bancari a vista e la liquidità la valutazione è effettuata al valore nominale.

Per le altre forme di deposito la valutazione è effettuata tenendo conto delle caratteristiche e del rendimento delle stesse.

Milano, 30 luglio 2025

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente

Dott. Giovanni Landi
 17

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2025

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2025		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	29.578.156	70,869%	31.000.059	77,642%
Strumenti finanziari non quotati	3.142.801	7,530%	3.242.635	8,122%
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale			1.560	0,004%
A4. Titoli di debito	3.142.801	7,530%	3.241.075	8,118%
A5. Parti di OICR				
Strumenti finanziari quotati	26.435.355	63,339%	27.757.424	69,520%
A6. Titoli di capitale	23.422.326	56,120%	23.272.124	58,287%
A7. Titoli di debito	809.348	1,939%	2.206.503	5,526%
A8. Parti di OICR	2.203.681	5,280%	2.278.797	5,707%
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione				
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	10.121.738	24,252%	7.573.614	18,969%
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri	10.121.738	24,252%	7.573.614	18,969%
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
E1. Altri beni				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	1.767.288	4,234%	1.214.794	3,043%
F1. Liquidità disponibile	1.510.101	3,618%	1.260.199	3,157%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	280.898	0,673%	64.331	0,161%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-23.711	-0,057%	-109.736	-0,275%
G. ALTRE ATTIVITA'	268.826	0,645%	138.206	0,346%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	268.826	0,645%	138.206	0,346%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	41.736.008	100,000%	39.926.673	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2025	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari		
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri (da specificare)		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	469.085	468.953
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	469.083	468.952
M2. Debiti di imposta		
M3. Ratei e risconti passivi	1	
M4. Altre	1	1
M5. Vendite allo scoperto		
TOTALE PASSIVITA'	469.085	468.953
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO (comparto)	41.266.923	39.457.720

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A	1.338.868	1.280.171
Numero di quote in circolazione classe A	13.534,396	13.534,396
Valore unitario delle quote classe A	98,923	94,586
Rimborsi o proventi distribuiti per quota classe A	1,414	-

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A1	39.928.055	38.177.550
Numero di quote in circolazione classe A1	403.621,566	403.621,566
Valore unitario delle quote classe A1	98,924	94,587
Rimborsi o proventi distribuiti per quota classe A1	1,414	-