

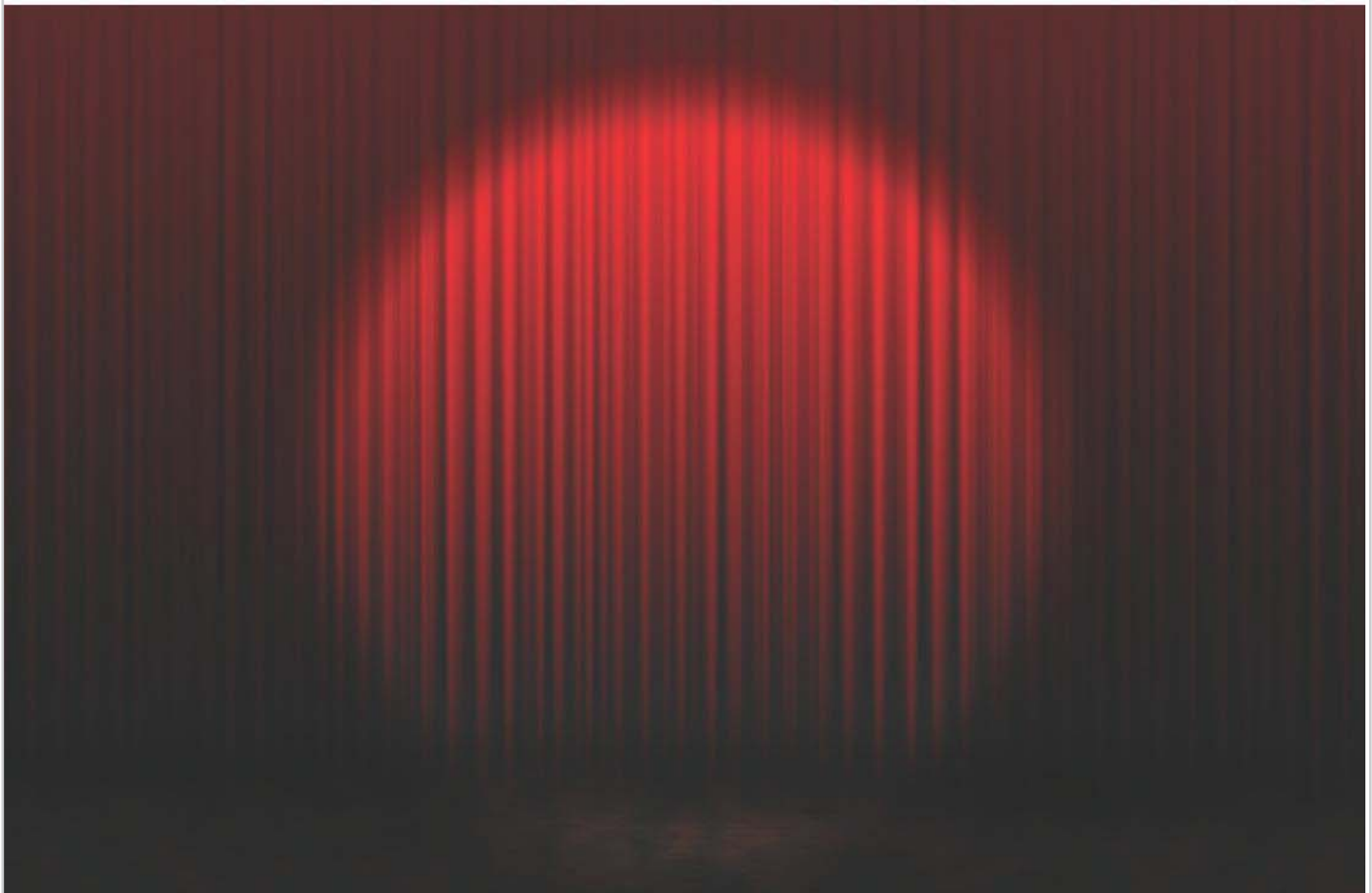
IL MERCATO / SETTORI E AREE GIURIDICHE

MINIBOND

Atto secondo per i fondi

*La capacità di individuare i dossier sul territorio farà la differenza.
Ecco perché il business può piacere anche agli avvocati*

di **Elena Bonanni**



18 • TOPLEGAL Review aprile/maggio 2019

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

IL MERCATO / SETTORI E AREE GIURIDICHE

IBOND SONO MINI. MA GLI ATTORI IN gioco stanno crescendo, coinvolgendo sempre più aziende e investitori. Nella filiera delle obbligazioni private, insieme ad advisor finanziari e *arranger*, si inseriscono anche i consulenti legali. Sebbene si tratti di operazioni nel complesso standardizzate, che prevedono principalmente il compito di verifica della normativa, di implementazione dei contratti e di tutela a investitori e aziende, gli avvocati possono entrare in gioco anche in due diligence legali per la verifica della situazione dell'impresa emittente. Dove però il legale è chiamato a svolgere un ruolo centrale è all'interno dell'articolato ecosistema volto all'individuazione delle imprese meritevoli. «Più l'operazione è piccola e riguarda il finanziamento a un imprenditore locale — afferma Daniele Colantonio, partner e responsabile per lo sviluppo prodotti di **Anthilia Capital Partners**, tra i principali operatori di fondi che investono in obbligazioni private —, più è complessa da raggiungere per gli investitori internazionali, che pure sono in cerca di rendimenti migliori. È qui che entra in gioco la capacità del fondo di aver costruito un'attività di roadshow e scouting sul territorio in collaborazione in diverse occasioni con studi legali e commercialisti, che sono un importante punto nevralgico del sistema perché interlocutori stabili». L'interesse del legale non è quindi tanto legato alla singola fee dell'operazione, che è giocoforza contenuta anche per le dimensioni dell'operazione, quanto piuttosto a un duplice livello di opportunità: lavorare su pacchetti corposi di operazioni (e quindi con efficienze di scala) grazie ai rapporti consolidati e continuativi con i fondi e gli altri investitori; coltivare relazioni chiave col tessuto imprenditoriale di Pmi sviluppando i presupposti per nuovo business su altri fronti.

Seconda generazione alle porte

Nel 2018 il mercato del private debt (che include minibond e altre obbligazioni private, cambiali finanziarie, altre tipologie di strumenti finanziari di debito, nonché finanziamenti, sotto forma di trattativa privata) ha mantenuto il trend positivo degli ultimi anni, con una crescita significativa degli inve-

Gli studi più attivi nel 2018

(numero di operazioni completate sotto i 50 mln di euro)

- Ashurst
- Chiomenti
- Cms
- Dwf
- Nctm
- Orrick
- R&p Legal
- Rinaldi
- Segre
- Simmons & Simmons

Fonte: Elaborazione TopLegal Review su dati 5° Osservatorio minibond Politecnico di Milano sulle emissioni sotto i 50 milioni di euro. Studi in ordine alfabetico.

stimenti. Il bilancio è tracciato da Aifi (Associazione italiana del private equity, venture capital e private debt) che ha registrato oltre un miliardo di euro di investimenti in 142 operazioni. Si tratta di una crescita sul 2017 del 65% in termini di ammontare e del 16% in termini di numero di investimenti. In aumento anche le imprese finanziate: 116 contro le 88 del 2017 (+32%). Dal 2012, secondo i dati dell'Osservatorio del Politecnico di Milano, con riguardo solo ai minibond (definiti dall'Osservatorio come titoli di debito — obbligazioni e cambiali finanziarie — emessi da parte di società di capitale o cooperative aventi operatività propria, escludendo banche e assicurazioni, di importo inferiore a 500 milioni di euro), 260 Pmi hanno ottenuto finanziamenti per circa 4,6 miliardi di euro e un crescente interesse degli investitori. «I fondi — dice a TopLegal Mauro Sbroggiò, amministratore delegato di **Finint Investments Sgr** — sono soggetti che si prendono una fetta significativa di mercato dei minibond e stanno raccogliendo crescente consenso da parte degli investitori istituzionali, incluso un iniziale interesse anche dall'estero e dalle compagnie assicurative. Ci aspettiamo quindi che ci sia un'evoluzione ulteriormente positiva della raccolta di capitali. Stiamo infatti uscendo dalla fase pionieristica del mercato, si sta sviluppando il mercato secondario dei minibond (acquisto e vendita dopo l'emissione, Ndr) e il mon-

TOPLEGAL Review aprile/maggio 2019 • 19

IL MERCATO / SETTORI E AREE GIURIDICHE

I principali investimenti dei fondi nel 2018

(I dati si riferiscono agli investimenti di fondi di private debt italiani o con stabile organizzazione in Italia)

| Società di gestione o veicolo | Investimenti | Fondo |
|---|--|--|
| Amundi Sgr | Camozzi Group, Sapa, Prima Sole Components | Fondo Sviluppo Export |
| Anthilia Capital Partners Sgr | Roma Gas & Power, Baia Silvella, Or.V.A., Velenosi, Cogne Acciai Speciali, Clevertch Group | Anthilia Bit Bond Impresa e Territorio / Anthilia Bit Parallel Fund / Anthilia Bit 3 |
| Azimut Libera Impresa Sgr | Iseo*, Italcer, F.Ili De Cecco, Eva | Antares Az I |
| Equita Private Debt Fund Sicav-Fis (Equita Sim e Lemank Am) | Beauty Holding, New Flour, Neronobile* | Equita Private Debt Fund |
| Finint Investments Sgr | Niederstätter, Dolomiti Fruits, Tratter Engineering, Lavanderie Alto Adige, I.F.I. | Fondo Strategico Trentino-Alto Adige |
| Foresight Group | Solis | Foresight Italian Green Bond Fund |
| Fvs Sgr (Veneto Sviluppo) | Baia Silvella, Gs Industry, Arte Bianca, Plissé, Lucaprint | Fondo Veneto Minibond |
| Green Arrow Capital Sgr | Twinsset***, Italcer | Green Arrow Private Debt |
| Hedge Invest Sgr | Graded | Hi Crescialia Pmi Fund |
| Mediobanca Sgr | Andriani, Selle Royal | Fondo per le Imprese 2.0 |
| Muzinich | Samp | Muzinich Italian Private Debt Fund |
| Riello Investimenti Partners Sgr | Nuceria Adesivi, Spinosa, Macon, Tb Tauris Italia, Ett | Fondo Impresa Italia |
| Sviluppo Imprese Centro Italia (Sici) - Sgr | Pertici Industries** | Fondo Rilancio e Sviluppo |
| Tenax Capital | Holding Dolciaria Italiana, Società Editrice La Scuola*, Kirey, Antress Industry | Tenax Italian Credit Fund / Italian Credit Fund I |
| Tikehau Capital | Dedalus Holding | Tikehau Fondo per l'Economia Reale Italiana / Tikehau Special Opportunities |
| Zenit Sgr | E3E, Bora, Giglio.com, P.A.R.S. Pio Carosi Cooperativa Sociale Onlus | Progetto Minibond Italia |

* Titolo non compreso nel campione dell'Osservatorio del Politecnico di Milano in quanto emesso da società veicolo al fine di condurre un'acquisizione

** Seconda tranche di un collocamento deliberato prima del 1/1/2018

*** Acquisto sul mercato secondario

Fonte: Elaborazione TopLegal Review su dati Politecnico di Milano, 5° Report italiano sui minibond

IL MERCATO / SETTORI E AREE GIURIDICHE



Daniele Colantonio



Mauro Sbroglio

do delle reti retail si sta aprendo all'investimento in fondi di private debt». I fondi di minibond sono fondi chiusi destinati a investitori professionali che raccolgono da questi denaro per i primi anni, investono negli anni successivi le risorse raccolte per poi restituire il capitale alla fine della vita del fondo. Molti operatori stanno oggi chiudendo la fase di raccolta dei propri primi fondi e si stanno dedicando maggiormente all'attività di investimento. Si spiega così la flessione indicata dalle cifre di Aifi sull'intero settore del private debt: escludendo gli operatori internazionali che non hanno promosso un veicolo dedicato specificatamente all'Italia, la raccolta di risorse nel 2018 si è attestata a 297 milioni di euro, in calo dell'8% rispetto all'anno precedente.

Il comparto dei minibond ha certamente beneficiato di uno schema di garanzie per i fondi di private debt sia a livello nazionale (con il Fondo di Garanzia per le Pmi) sia a livello europeo (attraverso il Fondo europeo per gli investimenti - Fei, con una linea di credito denominata InnovFin Sme guarantee facility). Così come dell'intervento del **Fondo Italiano di Investimento Sgr** che ha istituito un fondo di fondi specifico per il private debt contribuendo a finanziare diverse iniziative effettuate nel 2018. Ora, con le obbligazioni private nate circa sei anni fa a seguito delle novità normative contenute nel D.L. Sviluppo del 2012, si può affermare che stiamo entrando nella seconda stagione per i fondi che investono in questo strumento: da qui in avanti, è l'attesa degli osservatori, emergerà

chi ha costruito una strategia per l'individuazione di opportunità coerente con l'interesse degli investitori. E prenderà l'avvio una fase di selezione degli operatori italiani. «Quello che farà sempre più il successo del fondo sarà la capacità di costruire una struttura sul territorio per avere un flusso di dossier da analizzare: occasioni di investimento da vedere, scartare e in cui investire sufficientemente ampie rispetto al capitale raccolto», spiega Colantonio di Anthilia Capital Partners che aggiunge: «questo farà la differenza tra i primi e i secondi fondi di private debt, in un contesto in cui alcuni operatori non sono riusciti a investire tutte le risorse raccolte dagli investitori».

La base degli investitori italiani che scelgono fondi di minibond è costituita da banche popolari, casse previdenza, alcune assicurazioni e alcune fondazioni. Ci sono poi gli investitori esteri. L'obiettivo comune è diversificare il portafoglio degli investimenti e scovare rendimenti superiori in una situazione di un costo del denaro ancora basso (e che quindi implica un ritorno inferiore sui titoli di reddito fisso, con anche i rendimenti dei titoli high yield, ossia quelli delle aziende più rischiose, che si sono schiacciati verso il basso). Ecco perché questi investitori guardano con favore a quei player in grado di fare per loro un'attenta attività di scouting sul territorio, più difficile da raggiungere ma dove spesso le emissioni, penalizzate da una situazione di asimmetria informativa, presentano rendimenti superiori rispetto a quelle di grandi aziende note sul mercato. Anche per questo sul mercato ci sono diversi prodotti che si sono distinti per focus geografico o nazionale, spesso stimolati dagli stessi investitori istituzionali locali.

Nuove iniziative in corso

Il mercato dei fondi di minibond è molto variegato e non monopolizzato. Il monitoraggio del Politecnico di Milano (che fa riferimento al campione oggetto del suo Osservatorio annuale pubblicato a febbraio) individua nel 2018 circa 16 tra operatori e società di

IL MERCATO / SETTORI E AREE GIURIDICHE

gestione (Sgr) coinvolti nelle transazioni maggiormente rilevanti (vedi tabella). Tra questi, oltre ad Anthilia Capital Partners e Finint, ci sono per esempio Equita, Mediobanca, Amundi e Green Arrow Capital. Diverse realtà stanno tra l'altro rafforzando la propria presenza sul mercato. A ottobre 2018, Muzinich — che, ricorda l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano è uno dei primi player arrivati in Italia nel mercato del private debt — ha rafforzato la propria presenza acquisendo la società di gestione del risparmio Spingrowth. Lo scorso luglio la Sgr Azimut Capital Management ha lanciato un fondo chiuso di private debt aperto anche a investitori retail e distribuito dalla rete di consulenti finanziari e wealth manager del gruppo. Anthilia Sgr, dopo aver completato gli investimenti nei due fondi precedenti, ha recentemente lanciato Anthilia Bit 3, che ha effettuato il primo closing a fine ottobre con una raccolta di 145 milioni e un obiettivo di 300 milioni di euro. Il fondo è focalizzato su aziende che vogliono crescere ed espandersi all'estero e a fine 2018 aveva già effettuato un primo investimento.

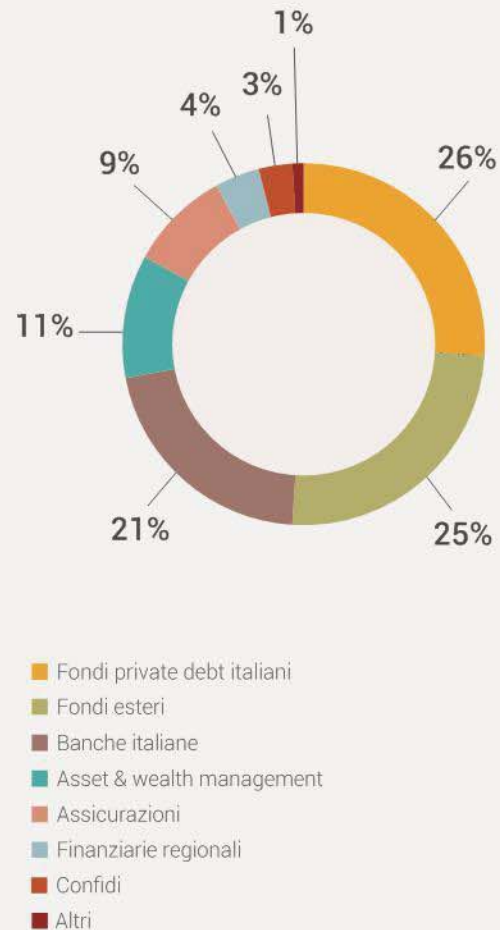
Il tema della crescita e dell'internazionalizzazione è certamente uno dei filoni portanti delle operazioni di private debt. Temi che hanno guidato anche il lancio del terzo fondo di questo tipo di Finint Investments Sgr, il Pmi Italia II, che ha come investitori di riferimento il Fondo Italiano di Investimento Sgr e Banca Finint. «Il focus geografico è nazionale ed è promosso sulla base dell'esperienza positiva degli altri due che si focalizzano su crescita e internazionalizzazione delle imprese — spiega Sbroggiò —. Abbiamo già effettuato i primi tre investimenti e stiamo per chiudere il quarto. In particolare, guardiamo ad aziende con fatturato fino a 300 milioni di euro, governance consolidata e management stabile e credibile. E non sono poche: si tratta di un universo di quasi 5mila imprese nel nostro Paese».

La relazione con le Pmi

Gli operatori iniziano a trovare un terreno favo-

Gli investitori in minibond

2018, emissioni fino a 50 mln di euro



Fonte: Elaborazione TopLegal Review su dati Politecnico di Milano, 5° Report italiano sui minibond

revole nel tessuto imprenditoriale verso questa forma di debito. Le ragioni che emergono sono molteplici. In primo luogo, nel contesto della stretta creditizia da parte delle banche, il problema può essere spesso l'accesso stesso al finanziamento anche in casi di solidità dell'azienda. In secondo luogo, il bond rappresenta uno strumento stabile da parte dell'imprenditore e non influenzato dalle vicende della banca. In terzo

IL MERCATO / SETTORI E AREE GIURIDICHE

luogo, analogamente a quanto avviene per le quotazioni in Borsa, è strumento di visibilità e pubblicità per l'impresa. Infine, c'è chi osserva un "effetto minibond" sul costo complessivo del capitale dell'azienda. «Il minibond rimane parte di un finanziamento più ampio che viene fatto anche con le banche, che rimangono importanti ma non più monopoliste — spiega Sbroggiò — . Notiamo spesso che il rafforzamento della struttura del capitale della società si può tradurre in una riduzione dei costi di rifinanziamento del debito bancario».

Le obbligazioni private sono diventate oggetto dello stesso portafoglio dei servizi di una banca. «Pur non erogando i fondi, la banca può proporre all'azienda lo strumento delle obbligazioni private per portare avanti un'operazione in condivisione con altri operatori, inserendosi nel finanziamento per esempio del circolante — dice Colantonio — . Noi però chiediamo agli istituti di co-investire con noi e ci focalizziamo sui bond destinati a finanziare specifici progetti di crescita». Quando si parla di private debt si fa in genere riferimento a tre tipologie di interventi: a favore della crescita interna o per linee esterne e degli investimenti fissi o anche in marketing e ricerca, con debito senior di solito tra 5 e 7 anni; iniezioni di liquidità associate a interventi di private equity o a situazioni di ristrutturazioni, generalmente con debito subordinato a medio lungo termine convertibile in equity; finanziamenti del circolante attraverso debito a breve termine. Mentre sui primi due fronti entrano in gioco forme tecniche come i bond o i finanziamenti (*loan*), sul terzo sono in forte crescita le piattaforme di digital lending. Ciascun fondo sceglie la strategia che ritiene opportuna. Sulle grandi operazioni stanno posizionandosi i grandi operatori, spesso i private equity nell'ambito di operazioni di M&a. Le realtà più piccole, orientate alla crescita, sono quelle dove si stanno orientando gli interessi di numerosi operatori specializzati. Si tratta però di operazioni meno note al mercato, che hanno bisogno di una rete efficiente di relazioni loca-

Economie di scala e retention del cliente le opportunità per la consulenza

li. Ecco che qui si apre un ruolo non solo per i grandi studi legali, ma anche per gli studi radicati sul territorio. Se le fee sono infatti contenute, le opportunità arrivano dalla capacità di diventare un riferimento per i fondi di private debt, sviluppando così un flusso di lavoro continuativo e abbastanza standardizzato. «Di solito ci si attesta su due o tre interlocutori chiave per l'assistenza legale — dice Colantonio — . L'obiettivo è diminuire la complessità e nel nostro caso nel primo fondo lanciato, Anthilia Bit I, abbiamo lavorato molto spesso con uno studio legale su un pacchetto di operazioni che permettono al legale economie di scala e a noi prezzi vantaggiosi». Tenendo presente che i fondi, che si occupano in alcuni casi del rilancio delle aziende, possono avere bisogno anche di consulenza M&a. Il secondo aspetto rilevante per il consulente legale, è che si tratta di un settore in movimento, che «guarda all'innovazione di prodotto per muoversi sulla frontiera del rischio: tutte le voci del passivo del bilancio di una Pmi possono essere potenziali target di prodotti di debito specializzati», continua Colantonio che sta ragionando sull'opportunità di costruire anche prodotti che non si rivolgano alla parte di rifinanziamento del debito senior, come per esempio il debito classificato come "unlikely to pay" (Utp).

Infine, il consulente non dovrebbe sottovalutare il rafforzamento del legame con l'imprenditore derivante dall'operazione minibond. Attraverso questa operazione, il professionista diventa il facilitatore chiave di strategie di crescita dell'azienda foriere di potenziali mandati su altri fronti (nella logica della retention del cliente). In questo senso i fondi dialogano con tutti, dai grandi studi alle realtà locali. ■

TOPLEGAL Review aprile/maggio 2019 • 25