

I mini bond giocano da grandi

Entro maggio l'americana Muzinich specializzata in high yield pronta al lancio di un fondo in Italia

di **Antonio Criscione e Lucilla Incorvati**

■ Un mercato che si sta aprendo, quello dei cosiddetti minibond. Le novità legislative apportate dai provvedimenti dell'ultimo anno hanno reso praticabile la strada dell'emissione di obbligazione da parte di soggetti non quotati, grazie alla rimozione di pesanti limiti fiscali e civilistici. Per ora l'interesse degli investitori stranieri è rivolto a società con grande propensione all'export e, spesso, brand riconosciuto sui mercati internazionali. Per le imprese più piccole, spiega Francesca Renzulli, managing associate di Linklaters, che tra l'altro ha lavorato su una delle prime emissioni di questo tipo in Italia (Guala Closures): «Si stanno discutendo eventuali modalità di aggregazione di più emittenti in modo da effettuare emissioni di più da efficienti dimensioni tali da essere interessanti per il mercato». Quanto al profilo degli investitori (l'opzione è preclusa al pubblico retail), un ruolo potrebbe essere giocato, oltre che dagli investitori istituzionali esteri e dai fondi specializzati, anche da fondazioni e family office.

Un avviso sull'utilizzo di questo strumento viene da Paola Leocani, partner dello studio Allen & Overy: «I cosiddetti mini bond non sono uno strumento alternativo rispetto al mercato bancario. Sono due cana-

li di funding complementari. Il ricorso ai mercati dei capitali piuttosto che al canale bancario va valutato sulla base delle circostanze concrete e non da ultimo su altre esigenze, quali vantaggi derivanti dalla diffusione del brand e dall'altro tenendo conto che con questo strumento tutti sapranno che la società ha fatto ricorso al mercato perché aveva bisogno di fondi e il mercato chiederà il perché. Ciò non accade nel caso di un prestito bancario». Con questo strumento le società non quotate hanno la possibilità di accedere ai mercati internazionali dei capitali, in modo diretto. Inoltre aumenta la platea dei potenziali investitori e perciò la collocabilità dei titoli.

Inoltre, come sottolineato da Francesco Guelfi, anche lui partner dello studio Allen & Overy, a fini fiscali è necessaria la quotazione su mercati regolamentati o l'ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione. In tal senso, Borsa Italiana-London Stock Exchange ha di recente introdotto il sistema multilaterale di negoziazione denominato **ExtraMOT PRO**, il Segmento Professionale del Mercato **ExtraMOT**, che garantisce l'accesso a soli investitori professionali anche internazionali, consente all'emittente di richiedere l'ingresso nelle negoziazioni con requisiti di ammissione e di informativa meno stringenti rispetto al mercato regolamentato o altro Mtf, garantendo un rapido processo di quotazione e con costi di listing altamente competitivi.

Nello sviluppo di questo nuovo segmento dell'industria finanziaria, un ruolo fondamentale lo svolgono asset manager come BlackRock e Allianz G.I. attivi nel lancio di due

pionieristici fondi obbligazionari, specializzati in infrastrutture (per ora non collocati in Italia). «Il trend che stiamo osservando evidenzia come le banche, fornitori tradizionali per finanziarie il debito delle infrastrutture, stiano in realtà riducendo il proprio ruolo» spiega Alberto Salato di BlackRock Italia. «Il debito infrastrutturale – fanno eco da Allianz G.I. – rappresenta una promettente alternativa obbligazionaria, che consente di ottenere rendimenti interessanti attraverso i premi di illiquidità e i solidi spread di credito offrendo al contempo l'affidabilità di un asset reale sottostante. Grazie alle lunghe scadenze, questo debito è una soluzione interessante per fondi pensione e compagnie assicurative che presentano passività con analoghe scadenze a lungo termine». In Italia si sta muovendo Muzinich, asset manager statunitense, forte della sua esperienza nei fondi high yield. Entro maggio lancerà il primo fondo di diritto lussemburghese su minibond di Pmi italiane. «Puntiamo a 20 aziende per una capienza complessiva di 200 milioni – spiega Ersilia Molnar, ai vertici della società –, finora abbiamo analizzato 50 società e siamo interessati a proseguire l'analisi per 5 di queste. Tramite un'approfondita due diligence (valutazione di settore, della società, del management, della competenza, della struttura proprietaria, della strategia, della struttura del capitale, analisi finanziaria e modello dei flussi finanziari) riusciamo a individuare la capacità di rimborso delle società. Non abbiamo partners bancari, ma siamo in contatto con molti intermediari e aiuteremo noi le aziende a lanciare il loro bond».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LE NUOVE REGOLE SUI MINI BOND



Limiti rimossi

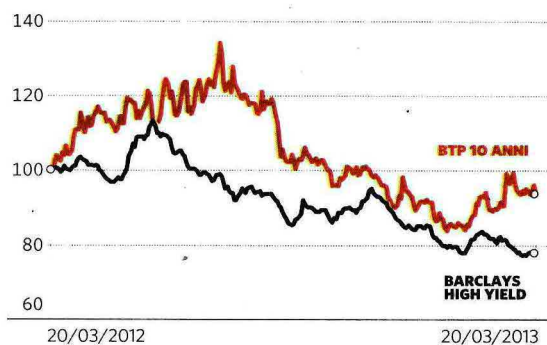
Rimosso il vincolo all'emissione nel limite del doppio del capitale sociale delle riserve disponibili e della riserva legale secondo quanto risulta dall'ultimo bilancio approvato della società



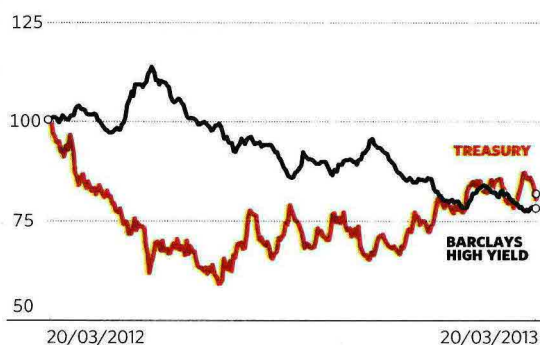
Vantaggi fiscali

I vantaggi fiscali del nuovo regime valgono per gli investitori istituzionali esteri residenti in stati white-list con l'esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi. Inoltre è prevista la deducibilità degli interessi corrisposti sui cosiddetti minibond, secondo le regole generali Ires (nei limiti del 30% del Mol)

Base 20/03/2012 = 100



Base 20/03/2013=100



Pmi, piccole ma leader e solide

INTERVISTA



Ruggero Bertelli

Università di Siena

I mini bond, riservati a investitori qualificati, come possono interessare i privati?

In un mercato che sta muovendo i primi passi, caratterizzato dall'illiquidità, sembra opportuno che siano gli operatori qualificati a definire chi emette, a quali condizioni e a sostenere i relativi rischi. In questo quadro c'è un'opportunità indiretta per il privato: fondi pensione, assicurazioni, fondazioni, fondi comuni hanno e avranno nuove possibilità di diversificazione e rendimento nel mercato dei minibond. Oggi possono partecipare i privati "autocertificati" come qualificati, con patrimoni consistenti, in grado di fare valutazioni finanziarie "professionali".

Quali sono le difficoltà che si incontrano?

È necessario che nascano operatori specializzati nella valutazione e nella costruzione di portafogli di minibond. Penso a fondi chiusi riserva-

ti a operatori qualificati che raccolgano "capitale paziente", ossia risorse che possono essere investite nel medio/lungo termine ad un corretto rapporto rendimento/rischio. Le Pmi italiane sono capaci di pagare un adeguato tasso di interesse su risorse disponibili a lungo termine; i fondi chiusi riservati devono essere capaci di costruire portafogli di qualità e diversificati. Indirettamente ne beneficia l'investitore privato, che in questo momento però non deve sostenere il rischio connesso allo sviluppo del mercato.

Come si potrà valutare la rischiosità?

Ad emettere i minibond, soprattutto inizialmente, deve essere "la crema" delle Pmi italiane. Società dal nome sconosciuto, poco presenti sulla stampa o in televisione, di dimensioni non grandi, ma leader del loro settore e ottime esportatrici. Sono tante ma di dimensioni piccole nel confronto internazionale e non ricevono attenzione dalle famose "agenzie di rating". Però nessun equivoco, nessun conflitto di interessi: ad emettere i minibond non devono essere imprese che le banche vogliono "sca-

ricare" dal loro bilancio. L'esperienza ha insegnato. Occorre sia una rigorosa valutazione quantitativa del rischio (e non mancano i modelli), sia quella che a me piace chiamare una intelligenza locale, in grado di discriminare qualitativamente le vere opportunità di investimento. I fondi chiusi devono mettere insieme competenze che esistono, in un processo di investimento nuovo ed efficace, a cavallo tra capital market e finanziamento bancario a lungo termine.

Esistono altri elementi che aiutano nella valutazione?

Penso al ruolo delle agenzie di rating italiane, come Crif e Cerved, società il cui eccellente lavoro è noto da tempo agli operatori del settore, registratesi recentemente quali CRA's (Credit Rating Agencies) presso l'Esma (European Securities and Markets Authority). Servono valutatori indipendenti che conoscano la realtà italiana. È anche indispensabile un mercato nel quale quotare queste emissioni: Borsa Italiana è pronta, ha creato il segmento **ExtraMOT PRO** - il mercato per i nuovi strumenti di debito delle PMI italiane. — **L.I.**

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Cosa guardano gli investitori

Vocazione estera e mol-
oltre 50 milioni.
Interesse dall'America

■ Mini bond e dintorni. Se ne parla da tempo e in giro l'interesse comincia a vedersi. «L'interesse degli investitori istituzionali e delle aziende che potrebbero emettere i bond c'è», conferma Ferigo Foscari, partner in Italia dello studio legale White&Case che di recente ha assistito il ministero dell'Economia nel programma di emissione di debito da 10 miliardi di dollari. L'interesse c'è anche perché le imprese italiane sono alla ricerca di fonti di finanzia-

mento alternative al credito bancario. «Sì, è il momento di avviare il mix di finanziamento – aggiunge Foscari – su cui l'Italia è in ritardo».

Il mini bond (gli addetti ai lavori preferiscono il termine corporate bond) però non è per tutte le imprese. «Quello che guardano gli investitori istituzionali? L'ebitda. Cento milioni di euro è la cifra giusta. In alcuni casi si può scendere fino a 50 milioni. Con queste caratteristiche ci sono numerose aziende italiane», spiega l'avvocato di White&Case. L'ebitda è un acronimo inglese: in italiano come sinonimo si usa il termine mol ovvero il margine operativo lordo (Mol).

Non sono sufficienti però i numeri. I grandi investitori come hedge,

fondazioni e assicurazioni, guardano pure alla vocazione estera o domestica dell'impresa. «I settori in cui stiamo verificando un certo movimento sono molteplici, inclusi quello industriale, della distribuzione, pharma – rileva Foscari –. Gli investitori guardano poi con maggior favore corporate bond emessi da aziende italiane che sviluppano parte del loro business all'estero». Insomma c'è una certa selettività da parte di chi dovrebbe acquistare questi bond. Dall'America, a quanto pare (soprattutto le assicurazioni), arrivano richieste di informazioni. Forse è la strada giusta per ridurre il peso del credito bancario.

— V.D'A.