

---

**ADVAM**  
PARTNERS SGR

ADVISORY &  
ASSET MANAGEMENT

*Come e perché investire in mini-bond*

“Mini-Bond: nuove opportunità di finanziamento per le imprese

**Maurizio Belli**

**Advam Partners Sgr**

Mantova, 20 maggio 2014

# Indice

---

- Quali prospettive per un mercato dei “minibond”?
- Il mercato potenziale: quali e quanti sono i potenziali emittenti?
- La remunerazione dei fattori di rischio e il rendimento target per l’investitore
- Le informazioni richieste agli emittenti
- Considerazioni conclusive

## Le opportunità del Decreto Sviluppo ...

---

- Il Decreto Sviluppo (\*) ha introdotto importanti novità in tema di strumenti finanziari a disposizione delle imprese:
  - aprendo l'accesso al mercato dei capitali anche alle imprese non quotate
  - consentendo l'emissione di obbligazioni e cambiali finanziarie con gli stessi benefici fiscali previsti per gli emittenti quotati
  - eliminando i limiti civilistici esistenti
  - dando alle imprese, anche di piccola (\*\*) e media dimensione, la possibilità di ridurre la propria dipendenza dal credito bancario

(\*) Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, recante misure urgenti per la crescita del Paese, convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012. Successivamente modificato con il Decreto Legge 18 ottobre 2012, n.179 (Decreto Sviluppo II) convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012.

(\*\*) Sono escluse le micro-imprese (organico < 10 addetti, fatturato <2 milioni di euro)

## ... e le integrazioni del Decreto Destinazione Italia

---

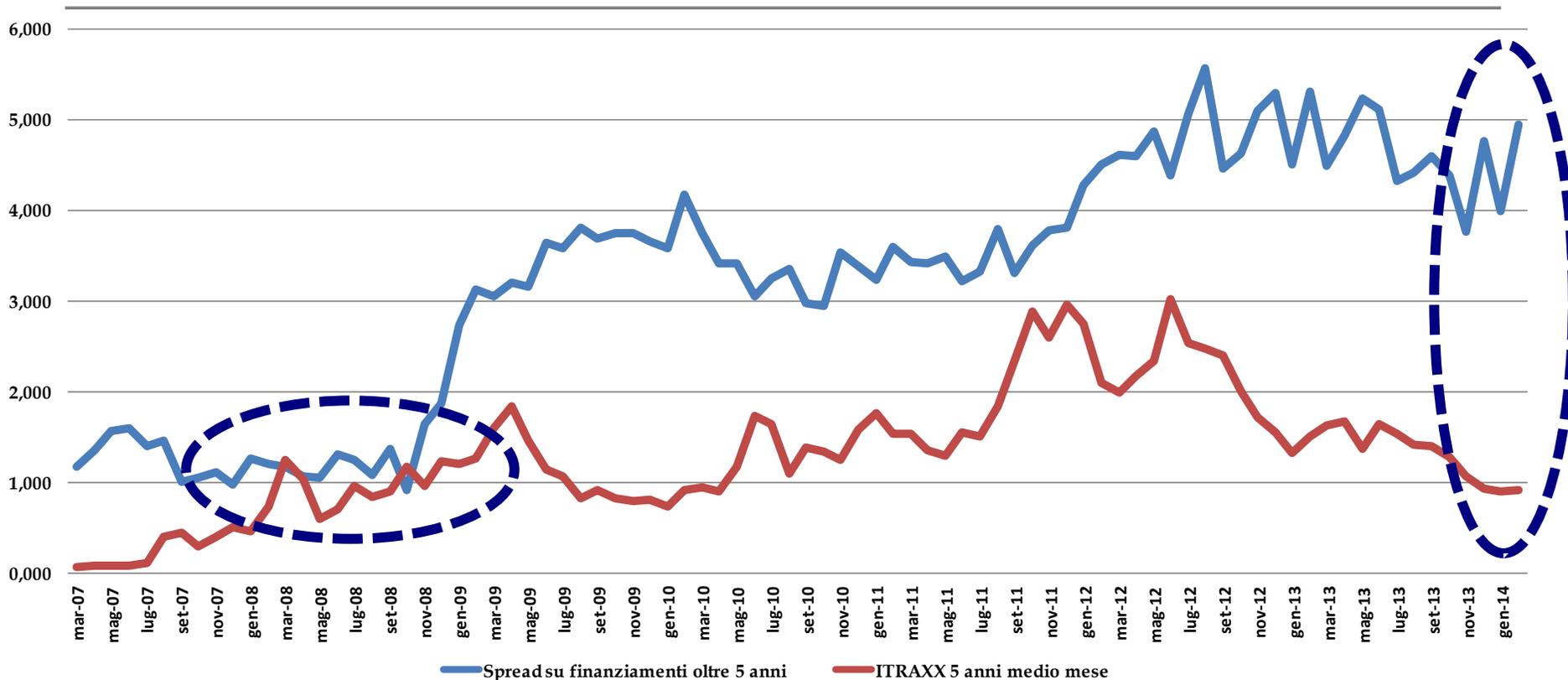
- Alle novità del Decreto Sviluppo aggiungono le integrazioni del recente Decreto “Destinazione Italia” che ha introdotto ulteriori benefici, in particolare:
  - la possibilità anche per i minibond di applicare, in via opzionale, l’imposta Sostitutiva dello 0,25% sulle garanzie;
  - la possibilità per Fondi pensione e Assicurazioni di investire parte delle Riserve Tecniche direttamente in “minibond”, titoli di cartolarizzazione o in quote di fondi che investono in minibond (4% direttamente in minibond + 4% indirettamente in Fondi Chiusi che investono in minibond)
  - la disapplicazione della ritenuta del 20% sui proventi corrisposti dai titoli non quotati, se sottoscritti da fondi d’investimento.
  - la possibilità del Fondo Centrale di Garanzia di rilasciare garanzie a favore dei Fondi che sottoscrivono il minibond
  - la possibilità per le banche di utilizzare eventuali titoli derivanti dalla cartolarizzazione di minibond come garanzia collaterale per le operazioni di rifinanziamento presso la BCE

## Finalmente ci sono i presupposti perché il mercato dei capitali sia attraente anche per le PMI

---

- Eliminazione dei limiti all'emissione e degli svantaggi fiscali per emittenti non quotati e sottoscrittori di strumenti finanziari di soggetti non quotati (Decreto Sviluppo e succ.)
- Stante il basso livello della curva dei tassi, il costo assoluto del debito è ancora a livelli interessanti per gli emittenti
- Il *mispricing* del credito bancario a medio - lungo termine è al momento superato e le condizioni dei prestiti alle imprese sono ora più allineate ai rendimenti delle obbligazioni di pari durata

# Il mispricing a favore del credito bancario a medio - lungo termine rispetto al mercato dei capitali è ormai superato



Fonte: Bloomberg e Banca d'Italia

Note: ITRAXX Senior Financial 5y (SNRFIN CDSI GEN 5Y) è un indice che replica lo spread medio dei CDS a 5y di 25 società finanziarie europee "investment grade".

# Quali sono i vantaggi per gli investitori in “mini-bond”?

---

1. Rendimento maggiore dei titoli di stato su controparti solide (Investment grade)
2. Rischio diversificato rispetto ad investimenti alternativi tipo High Yield o Private placement (es. con 10 milioni si può investire in almeno 5 controparti)
3. Nel caso degli investitori istituzionali “attenti a determinati territori/categorie”: Impatto positivo sulle imprese del target di riferimento (reinvestimento del risparmio “italiano” su imprese “italiane”)

# Il mercato degli investitori

---

Il mercato degli investitori è ancora «sottile»

Ma c'è!



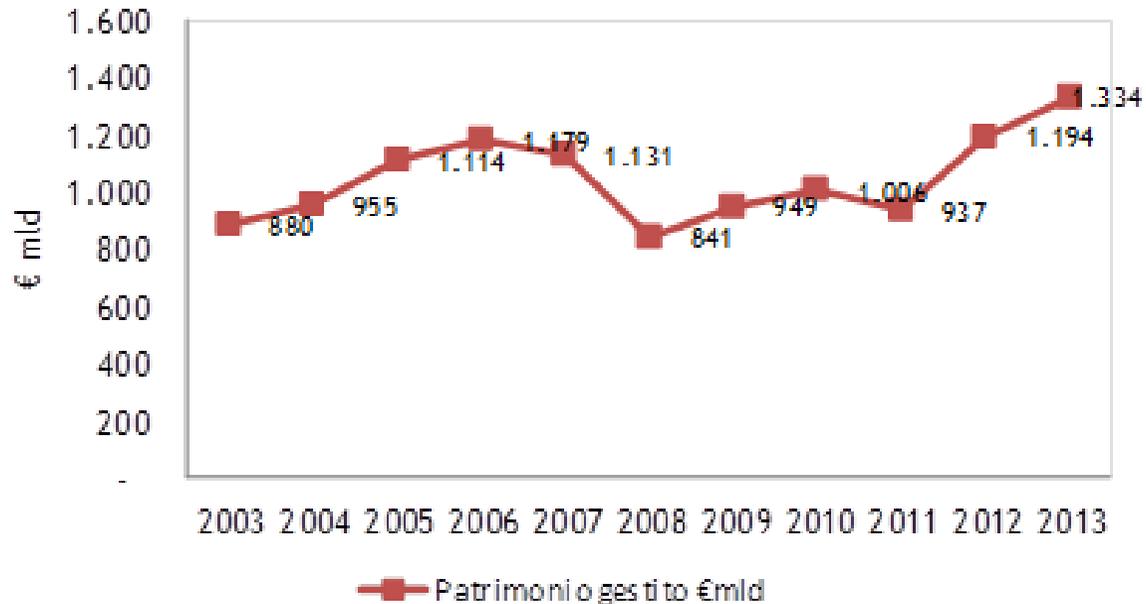
Soprattutto quello potenziale (fondi, family office, banche, assicurazioni, fondi pensione e investitori stranieri).



- Industria risparmio gestito
- Enti Previdenziali
- Assicurazioni
- Fondi Pensioni
- Fondi di Investimento in capitali di debito

## Gli investitori - il risparmio gestito

L'industria del risparmio gestito in Italia ha conosciuto nel complesso un buon andamento come mostrano i dati: variazione in aumento rispetto al 2008 pari al 58,6%, con un CAGR medio annuo del 9,7%.



Se anche una percentuale limitata - compresa fra lo 0,5% e l'1% del totale del patrimonio gestito (1.334 mld € a novembre 2013) - fosse destinata al sostegno delle PMI, si **generebbero nuove risorse comprese fra € 6,5 mld e 13 mld**

## Gli investitori - gli Enti Previdenziali

Sulla base del portafoglio investimenti di 16 casse previdenziali, fra cui Enasarco (Agenti e Rappresentanti), Enpam (Medici), Inarcassa (Ingegneri e Architetti) – bilancio 2012, il valore complessivo delle attività a reddito di tali Enti (esclusi immobili strumentali e disponibilità liquide) ammonta a ca. € 43.682 mln. (83,7% su totale asset pari a € 52.166 mln). Il ritorno medio delle sole attività a reddito è pari al 3,33%.

Classe d'investimento	%
Obbligazionario	33,5%
Titoli di Stato	17,1%
Obbligazioni corporate (bancarie e societarie)	14,0%
Quote di fondi obbligazionari	2,5%
Immobiliare	29,0%
Immobili a reddito	15,7%
Fondi / società immobiliari	13,4%
Gestioni Patrimoniali (f.di comuni, OICR)	25,7%
Azionario	3,6%
Liquidità gestita da terzi (i. e. time deposits, p/t)	5,0%
Private equity	2,6%
Polizze assicurative	0,5%
Totale	100,0%

Investire in Mini-bond un terzo delle obbligazioni corporate (4,67% ca.) porterebbe alle imprese risorse per circa **€ 2 mld**

## Gli investitori - le Assicurazioni

---

Dall'osservazione dei dati ANIA ultimi disponibili (2012) emerge come l'ammontare delle voci dell'attivo destinate agli investimenti sia costantemente aumentata nell'ultimo decennio (da 371 a 527 €mld.).

### Classi di investimento anno 2012 - €mln

Terreni e fabbricati	6.780
Azioni e quote	50.128
Obbligazioni ed altri titoli di debito	335.554
Finanziamenti e depositi	36.916
Fondi pensione	97.521
<b>Totale</b>	<b>526.899</b>

La grande maggioranza (64%) degli investimenti si concentra in titoli obbligazionari e simili, mentre una quota residuale (1%) è destinata ad attività immobiliari.

Recentemente è stato ampliato l'ambito delle politiche di investimento delle assicurazioni alle obbligazioni e i titoli similari emessi da società non quotate, fino all'8% delle riserve tecniche (4% in fondi e 4% direttamente in obbligazioni). Considerando che tali riserve ammontano a circa 500 mld di euro, si libererebbero risorse per l'investimento in strumenti illiquidi, fra cui i Minibond, fino ad un massimo di € 40 mld di €.

## Gli investitori - i Fondi Pensione

I fondi pensione in Italia (sia quelli chiusi che quelli aperti) raccolgono un ammontare elevato di capitali che destinano all'investimento delle risorse fornitegli dai loro aderenti in quanto forme di previdenza complementare

### *Asset allocation Fondi pensione chiusi*

Classe investimento	€k	%
Liquidi tà	1.403.420	4,6%
Titoli di Stato	17.952.750	59,1%
Altri titoli di debito	3.143.290	10,4%
Titoli di capitale	4.975.450	16,4%
GPM (OICR)	2.388.730	7,9%
Derivati	69.290	0,2%
Altre attività e passività	414.950	1,4%
Fondi immobiliari	4.600	0,0%
<b>Totale risorse in gestione</b>	<b>30.352.480</b>	<b>100,0%</b>

### *Asset allocation Fondi pensione aperti*

Classe investimento		%
Liquidi tà	534.134	5,3%
Titoli di Stato	4.504.866	44,7%
Altri titoli di debito	403.120	4,0%
Titoli di capitale	2.156.692	21,4%
GPM (OICR)	2.664.980	24,6%
<b>Totale risorse in gestione</b>	<b>10.078.000</b>	<b>100,0%</b>

In tutti oltre 40 €mld di investimenti, di cui oltre il 55% in titoli di stato

## Gli investitori – i Fondi di investimento

---

- Il mercato dei possibili investitori sembra essersi orientato principalmente verso la costituzione di Fondi Chiusi di debito, sponsorizzati da diverse SGR, di cui alcune indipendenti e alcune riconducibili a gruppi bancari.
- Pur con caratteristiche differenti (alcuni maggiormente specializzati, altri con rischio più diversificato), tutti i fondi esaminati presentano i mini bond tra i target di investimento.
- In accordo alle disposizioni in materia, tutti i fondi sono destinati ad investitori qualificati
- Ammontare medio di raccolta intorno ai 100 mln €.
- Duration media, dove specificata, in linea con gli orizzonti temporali caratteristici di un'emissione di mini bond.

Nel complesso sono stati annunciati 24 fondi, 18 sono in fase di avvio, con una raccolta totale stimata di 3,3 mld € e circa 650 interventi effettuabili. Si prevede che buona parte di questi fondi possa effettivamente diventare operativa nella seconda metà del 2014

# Quali prospettive per la nascita di un mercato dei “minibond”?

---

- Ad oggi, le operazioni (minibond) presenti sull'ExtraMOT PRO costituiscono un primo test di mercato
- La maggior parte degli investitori su questa nuova “asset class” sono italiani o operanti sulla base di capitali italiani; banche e asset manager si stanno organizzando con veicoli d'investimento nella forma del “Fondo Chiuso”
- La sfida è ... se i Fondi chiusi, che svolgeranno questo compito di “pionieri”, saranno in grado di favorire la crescita della liquidità sul mercato secondario per attirare altri investitori (italiani e stranieri)

# Quali prospettive per lo sviluppo di un mercato dei “minibond” ?

---

- Lo sviluppo di un mercato secondario liquido dipenderà sostanzialmente da quattro fattori:
  - ✓ L’operatività dei fondi chiusi, con il ricorso all’ ExtraMOT PRO come un luogo di scambio e co-investimento
  - ✓ L’inserimento di questo tipo di strumento (minibond e cambiali) nelle scelte d’investimento di altri investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione)
  - ✓ L’ingresso di capitali esteri (confortati dagli investimenti di capitali italiani)
  - ✓ La disponibilità di un elevato numero di emittenti “solidi”

# Indice

---

- Quali prospettive per un mercato dei “minibond”?
- Il mercato potenziale: quali e quanti sono i potenziali emittenti?
- La remunerazione dei fattori di rischio e il rendimento target per l’investitore
- Le informazioni richieste agli emittenti
- Considerazioni conclusive

# Ad oggi, quante sono le imprese “target” per i “minibond” ?

---

## Criteri di selezione

- Fatturato compreso fra € 10 - € 500 milioni (size minima minibond € 2-3 milioni)
- Ricorso al debito commisurato alla redditività (Debiti onerosi/Ebitda < 5 )
- Ricorso al debito non troppo elevato (Posizione finanziaria netta/Patrimonio netto < 3)

... è quindi un mercato per poche imprese “Elette” ?



**Tot. imprese target**  
**16.683**

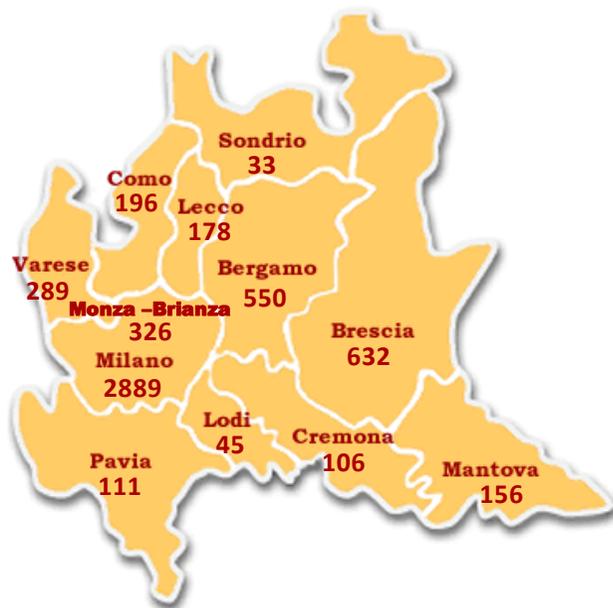
Nome regioni	Numero delle società
Lombardia	5.511
Veneto	2.173
Emilia Romagna	1.942
Piemonte	1.360
Lazio	1.112
Toscana	997
Campania	687
Trentino Alto Adige	460
Marche	415
Friuli Venezia Giulia	359
Sicilia	352
Puglia	334
Liguria	289
Abruzzo	197
Umbria	180
Sardegna	117
Calabria	91
Basilicata	47
Valle d'Aosta	35
Molise	25

Fonte: elaborazione Financial Innovations su dati Aida Bilanci 2012

# Quante potrebbero essere le aziende target?

		di cui fuori target				
Classe fatturato (€ mln)	Numero aziende	PFN Non Disponibile	PN/ Tot Att. ≤ 5%	Ebitda ≤ 0	PFN/Ebitda > 5 & PFN/PN ≥ 3	PFN/Ebitda > 7 & PFN/PN < 3
250-500	649	2	51	26	26	50
50-249	4.966	7	455	259	324	495
10-49	20.292	155	2.529	1.301	1.476	2.068
<b>SUB TOTALE</b>		<b>164</b>	<b>3.035</b>	<b>1.586</b>	<b>1.826</b>	<b>2.613</b>
<b>Tot. Aziende ITALIA 25.907</b>		<b>Totale aziende fuori target : 9.224</b>				
		di cui potenzialmente ammissibili				
Classe fatturato (€ mln)	Numero aziende	PFN attiva	PFN/Ebitda < 1	1 ≤ PFN/Ebitda < 3	3 ≤ PFN/Ebitda < 5	5 ≤ PFN/Ebitda > 7 & PFN/PN < 3
250-500	649	176	74	128	89	27
50-249	4.966	1.270	524	740	590	302
10-49	20.292	5.169	1.744	2.610	2.101	1.139
<b>SUB TOTALE</b>		<b>6.615</b>	<b>2.342</b>	<b>3.478</b>	<b>2.780</b>	<b>1.468</b>
<b>Tot. Aziende ITALIA 25.907</b>		<b>Totale target ammissibili : 16.683</b>				

# Minibond: Target Lombardia e Provincia di Mantova



**Tot. imprese target  
Lombardia n 5.511  
di cui Prov. Mantova n 156**

Classe fatturato (€ mln)	Numero aziende	di cui potenzialmente ammissibili				
		PFN attiva	PFN/Ebitda < 1	1 ≤ PFN/Ebitda < 3	3 ≤ PFN/Ebitda < 5	5 ≤ PFN/Ebitda > 7 & PFN/PN < 3
250-500	8	2	0	2	1	0
50-249	54	16	4	3	5	3
10-49	225	37	16	25	22	20
<b>SUB TOTALE</b>		<b>55</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>28</b>	<b>23</b>
<b>Tot. Aziende Prov Mantova 287</b>		<b>Totale target ammissibili : 156</b>				

# Indice

---

- Quali prospettive per un mercato dei “minibond”?
- Il mercato potenziale: quali e quanti sono i potenziali emittenti?
- La remunerazione dei fattori di rischio e il rendimento target per l’investitore
- Le informazioni richieste agli emittenti
- Considerazioni conclusive

# La remunerazione dei fattori di rischio per l'investitore: un esempio

---

<b>Tasso rendimento BUND YTM 5 Y</b>	<b>0,67%</b>
<b>+ Spread BTP-BUND 5 Y</b>	<b>1,54%</b>
<b>+ Premio rischio controparte Baa3</b>	<b>0,64%</b>
<b>+ Premio per illiquidità emittente</b>	<b>2,50%</b>
<b>= Tasso minimo emittente Baa3</b>	<b>5,36%</b>

Ipotesi con un rischio emittente pari ad una PD (probability of default) dello 0,66%, corrispondente alla classe Baa3 Moody's (Investment grade)

## Remunerazione del Rischio Emittente + Liquidità e Spread

---

Il tasso di interesse negoziato con l'emittente dipenderà dai seguenti elementi:

- a) Rischiosità dell'emittente (Rating)
- b) Spread delle obbligazioni corporate sui mercati principali (per rating equivalente)
- c) Tipologia di titolo emesso (senior, subordinato con partecipazione ,...)
- d) Garanzie (eventuali): fidejussioni , pegni o privilegi speciali , etc
- e) Livello degli spread sui finanziamenti bancari a medio - lungo termine

Fascia di rischio emittente	Rating Moody's Analytics	Spread su IRS 5Y
Fascia 1	Aa1 - Aa2 - Aa3	3,00% - 3,75%
Fascia 2	A1 - A2 - A3	3,50% - 4,25%
Fascia 3	Baa1 - Baa2	4,00% - 5,25%
Fascia 4	Baa3	5,00% - 6,25%
Fascia 5	Ba1	6,00% - 7,50%

# Indice

---

- Quali prospettive per un mercato dei “minibond”?
- Il mercato potenziale: quali e quanti sono i potenziali emittenti?
- La remunerazione dei fattori di rischio e il rendimento target per l’investitore
- Le informazioni richieste agli emittenti
- Considerazioni conclusive

# Le informazioni richieste agli emittenti (1 di 2)

---

Si definiscono 3 livelli di approfondimento:

## 1. Valutazione preliminare :

- Quadro societario (composizione soci, governance, ...)
- Atto Costitutivo e Statuto
- Rapporti di gruppo (anche “gruppi di fatto”)
- Bilanci ultimi 3 esercizi e relativi allegati
- Situazione infrannuale
- Centrale Rischi Bankitalia
- Rating ultimo bilancio (es. modello Moody’s Risk Calc)

# Le informazioni richieste agli emittenti (2 di 2)

---

## **2. Prima valutazione formale Investitore - Comitato Investimenti:**

- Business plan economico e patrimoniale a 3-5 anni ;
- Situazione economico, patrimoniale e finanziaria più recente;
- Bilancio consolidato (anche pro forma), ove disponibile;
- Rating del Business Plan e Forecast (es. modello Moody's Riskcalc Italy 3.1.)

## **3. Seconda valutazione formale Investitore - Comitato Investimenti:**

- Esito delle eventuali Due diligence;
- Interviste con il management per verifica Business Plan;
- Stress test sul Business Plan;
- Rating dello scenario di stress con il modello Moody's Riskcalc Italy 3.1.

# Indice

---

- Quali prospettive per un mercato dei “minibond”?
- Il mercato potenziale: quali e quanti sono i potenziali emittenti?
- La remunerazione dei fattori di rischio e il rendimento target per l’investitore
- Le informazioni richieste agli emittenti
- Considerazioni conclusive

# Conclusioni

---

- Dopo molti tentativi ... può nascere un mercato dei capitali (di debito) per le medie imprese
- Il “minibond” è una fonte di finanziamento che aiuta le imprese a crescere ... non richiede modifiche all’assetto proprietario, ma apre l’impresa alla comunità finanziaria ... favorendo l’uscita dal perimetro “familiare”
- Le risorse finanziarie che possono affluire verso le imprese sono significative (si stima 100 Mld di Euro)
- I fondi di debito (minibond), da soli, non risolveranno il tema del “credit crunch” ma sono fondamentali per creare un primo collegamento fra imprese e investitori
- Le banche non sono concorrenti di questo sistema, ma possono contribuire all’attività di *origination* e/o a veicolare risorse finanziarie di terzi per co-finanziare le imprese clienti
- Con questi strumenti una parte del “risparmio” delle famiglie italiane ... andrebbe a “beneficio” di imprese italiane

---

**ADVAM**  
PARTNERS SGR



ADVISORY &  
ASSET MANAGEMENT

**Per informazioni:**  
**ADVAM Partners SGR Spa**  
**tel. + 39 02 620808 fax +39 02 874984**  
**e-mail: [info@advamsgr.com](mailto:info@advamsgr.com)**  
**[www.advamsgr.com](http://www.advamsgr.com)**