

PRIVATE DEBT

# La volata del direct lending

I fondi di credito non si limitano più a finanziare gli LBO dei private equity, ma intervengono in tante altre situazioni della vita aziendale. Non solo add-on, ma anche investimenti in grado di cambiare volto alle aziende, sempre più spesso al fianco delle banche. L'Italia è ancora indietro rispetto al resto d'Europa ma il recupero è iniziato. La richiesta è tanta, diversi player stanno lanciando nuovi fondi e il Paese oggi fa gola anche ai grandi fondi esteri.

Di Giuliano Castagneto

Il **direct lending**, ovvero l'attività di prestito alle aziende da finanziatori non bancari, quasi sempre fondi di investimento specializzati, non è tra le asset class più conosciute

in Italia, certamente non al pari del private equity o del venture capital, e neppure dei minibond. Questo perché il mercato è piuttosto opaco, non esistono gli obblighi di pubblicità tipiche di altri comparti di debito, come appunto i bond, e spesso le operazioni

non sono nemmeno comunicate. Eppure, il direct lending ha le carte in regola per diventare nei prossimi anni, già a partire dal 2025, una delle asset class più gettonate.

Come evidenziano i dati presenti su [BeBeez Private Data](#), le 21 operazioni, comunicate al mercato nel primo semestre dell'anno, effettuate su aziende italiane, sono poco meno della metà delle 45 condotte in tutto il 2023, indicando un minimo rallen-

tamento dell'attività, che però diventa ben più marcato se si ragiona in termini di controvalore che è stato solo di poco meno di 200 milioni contro un totale di circa 978 milioni in tutto lo scorso anno (si veda [qui il Report BeBeez Private Debt H1 2024](#), disponibile agli abbonati a [BeBeez News Premium](#) e [BeBeez Private Data](#)).

D'altra parte, anche i dati diffusi da [Debtwire](#) a livello europeo avevano



## TUTTI I DEAL DI DIRECT LENDING IN EUROPA

Numero di deal in tutto il 2023



Fonte: Debtwire

registrato una frenata nel ricorso al direct lending nel 2023 dopo i picchi del 2021 e 2022. Detto questo, appunto, i dati in questo caso lasciano il tempo che trovano, proprio perché moltissime operazioni non vengono comunicate. In questo mercato, quindi, forse la cartina

tornasole più utile è osservare come sta andando la raccolta dei fondi specializzati, che sta registrando invece un trend molto positivo a livello internazionale.

Lo testimonia per esempio la raccolta record del **quinto vintage di**

**Senior Debt Partners**, la strategia di punta di direct lending di **ICG**: l'ultimo fondo, insieme ad altri veicoli associati, ha raccolto un totale di **17 miliardi di dollari**, superando notevolmente l'obiettivo iniziale di 11-12 miliardi di dollari. E per di più a oggi il fondo

## TOMMASINI (FII SGR), ECONOMIA REALE 2.0 COINVOLGERÀ MOLTO DI PIÙ GLI ISTITUZIONALI ITALIANI, ANCHE NEL PRIVATE DEBT

"Stiamo lavorando alla **seconda generazione del Progetto Economia Reale**, che vedrà un obiettivo di raccolta di circa **600 milioni di private equity**, mentre stiamo ancora lavorando alla definizione della parte da impiegare sul private debt". Lo dice a *BeBeez Magazine* **Luigi Tommasini**, responsabile dei Fondi di Fondi di **Fondo Italiano d'Investimento sgr**, controllata oggi al 55% da **CDP** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)), che fin dalla nascita nel 2010 ha avuto per vocazione istituzionale lo sviluppo del finanziamento delle imprese italiane a sostegno della loro crescita. Tommasini prevede un **coinvolgimento crescente degli investitori istituzionali** nel programma lanciato nel 2020 dall'sgr insieme a **Cassa Depositi e Prestiti e Assofondipensione**.

Il progetto era stato avviato per offrire l'opportunità ai fondi pensione italiani, che nel complesso gestiscono oltre **200 miliardi di euro**, di investire in private capital. Il progetto già a fine giugno 2023 aveva raccolto nel complesso un **totale di un miliardo di euro**, di cui circa 660 milioni di euro in 19 fondi di private equity e circa 380 in 11 fondi di private debt, per un totale di oltre 1 miliardo di euro (si veda [altro articolo di BeBeez](#)), con il supporto di 18 fondi pensione, di CDP e di un altro importante soggetto istituzionale. Quelle risorse hanno a loro volta **mobilitato 6 miliardi di euro**, con un effetto leva pari a 6 volte, incidendo positivamente su investimenti, assunzioni e piani di sviluppo di circa 180 aziende sul territorio nazionale. Lo scorso giugno, poi, l'sgr ha avviato la raccolta del **Fondo di fondi private equity Italia tre (FOF PEI Tre)**, con target fissato appunto a **600 milioni di euro** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Il primo fondo che rientrerà quindi nella nuova edizione del Progetto Economia Reale e che segue i due precedenti della serie, il **FOF Private Equity Italia** (FOF PEI, **600 milioni di euro**) e il **FII Private Equity Italia Due** (FII PEI II, **60 milioni**), mentre ancora prima era stato lanciato il **Fondo di Fondi di Private Equity** (FOF PE, **389 milioni**).

Ha sottolineato Tommasini: "Nella precedente edizione, tramite i 30 fondi in cui abbiamo investito, abbiamo mobilitato risorse, sui fondi debt ed equity, pari a 6 volte l'importo da noi investito, in crescita rispetto a quanto storicamente osservato nelle generazioni dei fondi di fondi precedenti. Il moltiplicatore per l'equity è passato da 5 volte a oltre 6; è ipotizzabile che lo stesso possa crescere ulteriormente nella nuova generazione dell'equity. Il moltiplicatore del debito è stato storicamente inferiore, 4 volte nel primo fondo di private debt e 4,8 nel fondo di private debt di Economia Reale; ci aspettiamo che questo moltiplicatore possa incrementare anche nel debito".

D'altra parte le condizioni di mercato sono oggi molto più favorevoli allo sviluppo del direct lending. Continua Tommasini: "Il campo di utilizzo di questo strumento si sta ampliando. Non è più confinato al finanziamento di buyout, ma si sta estendendo agli investimenti per lo sviluppo. Nel nostro ultimo portafoglio di private debt, che conta 11 fondi che già hanno investito in oltre 120 strumenti dal 2020 a oggi, circa la metà delle transazioni fa riferimento a strumenti a supporto di acquisizioni da parte di fondi di private equity. Un quarto del capitale investito ha supportato aziende (anche

partecipate da fondi di private equity) per finanziare acquisizioni da parte delle aziende stesse, il 15% ha supportato l'espansione della capacità produttiva e la restante parte la riorganizzazione dell'azionariato (spesso familiare) e solo marginalmente rifinanziamenti. **È ipotizzabile che i rifinanziamenti possano rappresentare una parte crescente dell'utilizzo del capitale** in particolare in relazione all'allungamento degli holding period e la riduzione dei tassi potrebbe incentivare l'utilizzo di questi strumenti. La dimensione media delle imprese che hanno usato strumenti di private debt è maggiore rispetto a quelle di private equity. Il fatturato medio del nostro portafoglio è circa 120 milioni di euro contro circa 55 milioni per quelle in portafoglio al private equity".

Aziende di maggiore dimensione sono generalmente più managerizzate e quindi più adatte agli investimenti complessi di private debt a supporto della loro crescita. Sul tema Tommasini spiega: "È chiaro che i fondi di private debt devono raggiungere una scala più significativa per rappresentare una soluzione di finanziamento alla crescita delle imprese di questa dimensione. Per facilitare il dialogo tra fondi di private debt e imprenditori è necessario che i team di gestione si attrezzino per spostare la loro capacità di generare transazioni e di analisi da competenze di credito a competenze simili a quelle necessarie nei fondi di private equity".

E' anche il motivo per cui Fondo Italiano si è focalizzato su fondi selettivi, che non spingono la diversificazione del portafoglio, da investire **anche in capitale ibrido**, che prevede l'investimento anche in strumenti di quasi equity e quote di minoranza del capitale. Nel frattempo i rendimenti, aspetto che chi raccoglie fondi non può mai perdere di vista, "sono molto più attraenti rispetto al periodo 2014-2020". Proprio la maggiore scala, tuttavia, potrebbe portare i gestori dei fondi che entreranno nel portafoglio di Economia Reale 2 a guardare alle stesse aziende che attualmente stanno suscitando l'interesse dei fondi esteri, tradizionalmente attivi sui grandi buyout, che però, a causa della recente scarsità di questi ultimi, guardano sempre più spesso ad aziende di taglia più piccola. La cosa però non preoccupa il senior partner di Fondo Italiano: "Tra i nostri obiettivi istituzionali c'è lo sviluppo del finanziamento delle imprese italiane. Se il mercato diventa più attraente possiamo solo esserne contenti, e siamo pronti a collaborare con questi investitori. Peraltro **in passato abbiamo già investito con soddisfazione in fondi gestiti da operatori non italiani**".



**Luigi Tommasini**, responsabile dei Fondi di Fondo Italiano d'Investimento sgr



## VICINO A 500 MILIONI IL LENDING ALTERNATIVO DI CRESCITALIA

ha già investito circa il 45% del capitale raccolto (si veda [qui il comunicato stampa](#)).

"In Europa i finanziamenti in direct lending sono cresciuti in modo esponenziale. E oggi riceviamo il triplo delle richieste che ci arrivavano dieci anni fa, quando abbiamo iniziato a operare in Italia", sottolinea infatti a *BeBeez Magazine* **Martino Mauroner**, responsabile del private debt in Italia presso **Tikehau Capital**, gestore alternativo globale che attualmente vanta un portafoglio di 46,1 miliardi di euro ed è leader in Europa nel direct lending, segmento nel quale ha lanciato il sesto fondo dedicato, le cui risorse dovrebbero superare i circa 3,3 miliardi di euro raccolti per il quinto vintage.

I motivi alla base di questa accelerazione sono molteplici, alcuni legati all'evoluzione dei mercati del credito, altri di natura strettamente tecnica: "L'accesso ai prestiti bancari da parte dei fondi private equity per finanziare acquisizioni ora è meno agevole, perché il settore bancario si sta ancora consolidando a livello europeo (ultimo esempio le mosse di **Unicredit** sulla tedesca **Commerzbank** ndr), il loro numero tende a diminuire, con conseguenti maggiori difficoltà a finanziare operazioni complesse come le acquisizioni anche per motivi regolamentari legati alla concentrazione dei rischi "aggiunge Mauroner.

E' prossima a toccare i **500 milioni di crediti** erogati **Crescitalia Lab**, la piattaforma di credito alternativo avviata nel 2018 da **Crescitalia**, società fintech indipendente specializzata nella consulenza alle pmi sul modo più efficiente di finanziarsi, fondata nel 2013 dal presidente **Andrea Arcangeli** e dal ceo **Mattia Donadeo Spada**. Crescitalia era partita nel 2013 come investitore in minibond (l'unico strumento di finanziamento non bancario allora consentito in Italia) con l'avvio del fondo **HI Crescitalia PMI Fund**, iniziativa avviata in joint venture con **Hedge Invest sgr**. Tuttavia già nel 2018 ha cominciato a operare secondo un modello basato sull'Originate and Distribute. "Nel 2018 ci siamo focalizzati sui finanziamenti a breve termine, soprattutto attraverso l'acquisto di crediti commerciali", ricorda Arcangeli. La piattaforma infatti acquistava fatture commerciali dalle aziende per poi cederle a veicoli di cartolarizzazione i quali si finanziavano con abs sottoscritte da investitori istituzionali, con l'importante supporto di **Zenith Global** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Ma il vero salto dimensionale è avvenuto solo nella primavera del 2023 con l'avvio del progetto **CresciConNoi**, in coincidenza con l'ingresso nel capitale sociale di Crescitalia dei Confidi **Confidcoop Marche**, **Confeserfidi** e **Garanzia Etica** con una quota complessiva dell'11,25%, a seguito della sottoscrizione di un aumento di capitale di 4 milioni di euro (si veda [qui articolo di BeBeez](#)) e dell'arrivo di un team specializzato proveniente da una delle principali digital banks italiane.



**Andrea Arcangeli**, presidente di Crescitalia

Continua Arcangeli: "Abbiamo coinvolto alcuni Confidi vigilati dalla Banca d'Italia, nel doppio ruolo di garanti e finanziatori, i quali tramite la nostra piattaforma Crescitalia Lab erogano crediti che vengono successivamente cartolarizzati tramite alcuni spv. Il vantaggio è che i Confidi conoscono bene le aziende affidate, col che abbiamo un duplice vantaggio sia nella qualità dei nostri portafogli che nella strutturazione delle cartolarizzazioni, il tutto in un contesto di efficienza operativa". Dopo la conclusione del **primo programma da 150 milioni di euro** lanciato nell'agosto 2023 (si veda [qui articolo di BeBeez](#)), sono seguiti **altri due programmi per complessivi 250 milioni di euro** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)). "Abbiamo quasi raggiunto i 500 milioni di abs sottoscritte finora", dichiara Arcangeli, che ora anticipa il prossimo avvio di **cartolarizzazioni specializzate per settori e aree geografiche**.

## DA ANIMA ALTERNATIVE UN ALTRO FONDO A CAPITALE IBRIDO

“Un potente fattore alla base della crescita del direct lending è la sempre maggiore importanza per le banche del modello Originate-and-Share, cioè l’estensione di un prestito a un’azienda, di solito senior secured, in compartecipazione con un fondo di direct lending che va pari passo con la banca su tempi di servizio del debito, scadenza e garanzie”, spiega a *BeBeez* **Gianluca Oricchio**, ceo di **Muzinich & Co sgr**, che gestisce i fondi di direct lending sull’Europa della stessa Muzinich. A fine 2023 il parallel lending rappresentava già il 36% del totale dei prestiti erogati alle aziende europee. “In ottemperanza alla [Supervisory Expectation sul Leveraged Lending della BCE](#)”, continua Oricchio, “oggi le banche non erogano credito o tendono a cedere totalmente le esposizioni verso aziende altamente indebitate (che presentano un rapporto tra debito ed ebitda maggiore di 4); mentre per i livelli inferiori di questo indice, **sempre più spesso le banche condividono le esposizioni con investitori non bancari come i fondi**”. Motivo per cui Muzinich nel 2023 ha lanciato un fondo paneuropeo, ma gestito dall’Italia, denominato **M-Loan e dedicato proprio al parallel lending**, che sinora ha raccolto **160 milioni**.

In tale contesto, il mercato italiano è ancora piuttosto indietro rispetto ad altri Paesi europei. Basti pensare che nel 2023 in Italia si sono concluse, come detto sopra, 45 operazioni di direct lending (39 quelle mappate da [Debtwire](#)), Nel frattempo in Francia se ne sono chiuse 148 (fonte [Debtwire](#)). Ma non manca il potenziale per un riallineamento.

Spiega **Alessandro Azzolini**, partner a capo del dipartimento private debt di **PwC Italia**: “E’ in atto un’evoluzione del mercato spinta da diversi fattori, tra cui una maggiore cultura finanziaria delle aziende che le porta a diversificare i canali di finanziamento”.

E aggiunge **Barbara Ellero**, partner responsabile per il private capital di **Anthilia Capital partners**, che le statistiche di [Debtwire](#) collocano al

Lavora a un terzo fondo il team di Anima Alternative sgr, la società specializzata in alternative asset, parte del gruppo quotato a Piazza Affari, **Anima Holding**, dopo i primi due veicoli con focus su private debt e soprattutto in direct lending. Questa volta però il focus sarà il capitale ibrido, come già era stato in parte per il primo fondo.

D’altra parte il direttore Investment dell’sgr, **Philippe Minard**, prima che la società fosse costituita nel 2020, aveva maturato un’esperienza di sette anni a capo della divisione finanza strutturata di Mediobanca, per poi trascorrere altri sette anni in **Mezzanove Capital**, gestore lussemburghese di fondi specializzati sul debito mezzanino, che nel 2019 ha dato vita, assieme a un altro specialista del comparto, **AF Mezzanine**, a **Emisys Capital**, di cui Minard è tra i co-fondatori insieme ad **Andrea Cappuccio**, attuale vice direttore investimenti di Anima Alternative. Il primo fondo lanciato, sempre nel 2020, **Anima Alternative 1**, da circa 157 milioni di euro, investe appunto in strumenti ibridi, cioè mezzanino, debito convertibile e non e strumenti partecipativi. Di dimensioni maggiori **Anima Alternative 2**, lanciato nel 2023, con circa 200 milioni di euro di raccolta, che investe invece in **senior loan**, in una forma tecnica simile ai prestiti bancari. Ma adesso Minard e il suo team stanno lavorando appunto un **terzo fondo**, di dimensioni analoghe al primo, e anche questo dedicato al capitale ibrido.

“È stata una scelta naturale. Il fondo 1 è in gran parte investito, quindi era logico pensare a questa asset class per un nuovo veicolo”, spiega il cio di Anima Alternative. Una scelta che sembra sposarsi bene anche con le tendenze dei mercati del debito. Con i tassi che hanno imboccato la via della discesa, seppure lenta, uno strumento che per definizione offre rendimenti più succosi, come il mezzanino e gli strumenti di quasi equity, possono incontrare il favore di potenziali investitori”. Tutto ciò parte dal presupposto che i finanziamenti offerti dai primi due fondi hanno riscosso un notevole successo a supporto degli LBO, cui Minard dà la seguente spiegazione: “Il contesto degli LBO è molto adatto al direct lending. Questo perché buona parte del nostro lavoro di analisi può beneficiare della due diligence preparata dai consulenti del fondo private equity che acquista, il che aiuta molto nel prendere decisioni di investimento. Inoltre il direct lending è molto adatto al finanziamento di acquisizione in particolare perché è flessibile in materia di piano di ammortamento del debito, il che consente di costruire un finanziamento con banche prevalentemente interessate alla parte rimborsabile in rate annuali, e uno o più fondi di direct lending che sottoscrivono la parte a rimborso bullet. Ciò facilita il lavoro al fondo di private equity soprattutto nelle fasi immediatamente successive all’acquisizione, quando il suo piano industriale non ha ancora avuto tempo di esprimere il suo pieno potenziale”.

Tuttavia Minard non vede nel direct lending solo uno strumento atto a finanziare i private equity. “Quanto appena detto si applica perfettamente anche alle aziende che portano avanti dei processi di buy and build. Se abbiamo già finanziato un’azienda che sta attuando tale strategia, in un add-on successivo possiamo fare leva sulla conoscenza che abbiamo di quell’azienda, e possiamo finanziare l’operazione semplicemente accendendo una linea di credito aggiuntiva all’esposizione già in essere”. In questi contesti il Cio di Anima Alternative ritiene più agevole il ricorso al direct lending anziché all’emissione di un prestito obbligazionario perché il primo si può inserire in modo naturale in un finanziamento bancario già in essere. “Con un’emissione obbligazionaria, i precedenti finanziatori devono coordinarsi con una pluralità di nuovi investitori che in alcuni casi può essere numerosa” sottolinea Minard, che vede la propria attività complementare a quella dei fondi direct lending esteri. “Di solito i fondi internazionali investono in operazioni di grandi dimensioni, con prestiti unitranche, che incorporano in un unico strumento sia la parte senior che quella subordinata”.



**Philippe Minard**, Direttore Investimenti di Anima Alternative

### LA CRESCITA DEGLI INVESTIMENTI DI DIRECT LENDING DEI TRE PRINCIPALI OPERATORI ITALIANI

| Fondo                        | Target            | H1 2023     |            | H1 2024     |             |
|------------------------------|-------------------|-------------|------------|-------------|-------------|
|                              |                   | numero deal | mln euro   | numero deal | mln euro    |
| <b>Anima Alternative sgr</b> |                   |             |            |             |             |
| Anima Alternative 2          | Tapi spa          | 1           | 4,5        | 0           | 0           |
| Anima Alternative 1          | Maw spa           | 0           | 0          | 1           | 4           |
| Anima Alternative 2          | Virospack         | 0           | 0          | 1           | 2,5         |
| Anima Alternative 2          | La Piadineria spa | 0           | 0          | 1           | 7           |
| Anima Alternative 2          | Fassi Gru spa     | 0           | 0          | 1           | 7           |
| <b>Totale</b>                |                   | <b>1</b>    | <b>4,5</b> | <b>4</b>    | <b>20,5</b> |

|                               |    |           |            |           |            |
|-------------------------------|----|-----------|------------|-----------|------------|
| <b>Muzinich &amp; Co sgr</b>  |    |           |            |           |            |
| Alternative credit/unitranche | nd | 2         | 57         | 5         | 86         |
| Senior loan/parallel lending  | nd | 10        | 57         | 12        | 48         |
| <b>Totale</b>                 |    | <b>12</b> | <b>114</b> | <b>17</b> | <b>134</b> |

|                                       |            |          |           |          |             |
|---------------------------------------|------------|----------|-----------|----------|-------------|
| <b>Anthilia Capital Partners sgr*</b> |            |          |           |          |             |
| Must                                  | Emgmt      | 0        | 0         | 1        | 4,5         |
|                                       | Marangoni  | 0        | 0         | 1        | 4           |
|                                       | Orim       | 0        | 0         | 1        | 11          |
|                                       | Redelfi    | 0        | 0         | 1        | 5           |
|                                       | Rotofilm   | 0        | 0         | 1        | 4           |
| GAP                                   | Brazzale   | 1        | 3,33      | 0        | 0           |
|                                       | Metro Ferr | 1        | 1         | 0        | 0           |
| BIT III                               | Brazzale   | 1        | 3,33      | 0        | 0           |
|                                       | Metro Ferr | 1        | 1         | 0        | 0           |
|                                       | Redelfi    | 0        | 2,5       | 1        | 5           |
| BIT IV                                | Brazzale   | 1        | 3,33      | 0        | 0           |
|                                       | Metro Ferr | 1        | 1         | 0        | 0           |
|                                       | Redelfi    | nd       | 2,5       | 1        | 5           |
| <b>Totale</b>                         |            | <b>6</b> | <b>18</b> | <b>7</b> | <b>38,5</b> |

\*solo operazioni comunicate; nel caso di deal condotti da più fondi, il totale è stato ipotizzato come distribuito equamente

Fonte: *Be Beez*

quarto posto nel finanziamento non bancario delle pmi dell’Europa occidentale: “Le aziende, soprattutto le pmi sulle quali siamo focalizzati, sono ormai consapevoli che le banche sono sempre meno disponibili a finanziarle. Questo soprattutto nelle fasi di discontinuità, cioè quei passaggi della loro vita, come un cambio di proprietà o un’espansio-

ne internazionale, in grado di modificare il profilo di rischio. Il direct lending in questi casi è l’alternativa” Ci sono anche dei fattori legati alla congiuntura. Segnala Azzolini: “La stasi del mercato nel 2023 è dovuta al forte rallentamento delle operazioni dei fondi, soprattutto quelle di maggiori dimensioni. Ma ora la situazione è cambiata”.

L’anno scorso, infatti, la volatilità sui mercati del debito aveva toccato livelli altissimi, paragonabili a quelli della crisi post-Lehman. Ciò rendeva quasi impossibile raccogliere fondi sul mercato per finanziare acquisizioni. Al tempo stesso a causa delle vicissitudini delle borse, i fondi erano riluttanti a vendere le aziende in portafoglio per timore

di una compressione degli IRR che avrebbe potuto creare problemi nei successivi fundraising. Oggi tuttavia il quadro è molto cambiato e il treno è ripartito (in proposito si veda anche [l'inchiesta pubblicata sul N° 22 di BeBeez Magazine](#)). Come evidenziano anche i dati forniti a *BeBeez Magazine* dai principali operatori, nella prima metà del 2024 sia il numero di operazioni sia gli importi, peraltro relativi a imprese medio piccole, sono molto

aumentati rispetto allo stesso periodo del 2023. Proprio il ritorno a nuova vita del mercato, rendendo disponibili in poco tempo un gran numero di opportunità soprattutto sul mercato secondario, mette in risalto un punto di forza del direct lending. Spiega Mauroner: "Quando si presenta un'opportunità, per non lasciarsela scappare è fondamentale assicurarsi in breve tempo le risorse necessarie. Nel direct lending i processi di approvazione

sono molto più veloci rispetto ad altri canali, come i tradizionali prestiti bancari. Le decisioni vengono prese nel giro di qualche settimana".

Le parole dell'esponente di Tikehau non vanno fraintese. I fondi di direct lending non prestano denaro con leggerezza. Nel caso delle acquisizioni, tuttavia, il grosso del lavoro di due diligence lo svolge chi richiede denaro, ovvero il fondo di private equity. Spiega [Philippe Minard](#), direttore in-

vestimenti di **Anima Alternative sgr**, società dedicata agli investimenti alternativi dell'omonimo gruppo finanziario italiano: "Quando un fondo fa un'acquisizione, coglie l'occasione per rifinanziare tutto il debito esistente in modo da strutturare il passivo della società acquisita in coerenza con i flussi di cassa attesi e con i progetti di crescita previsti dal business plan. In pratica si costruisce un pacchetto finanziario su misura". Quindi il fondo di direct lending già in partenza conosce punti

di forza e di debolezza della società affidata, di solito il veicolo di acquisizione il cui unico asset è appunto la società target.

C'è però un altro fattore in grado di dare un'ulteriore spinta al direct lending. Riferisce Mauroner: "Vediamo un crescente interesse delle aziende a ricorrere a questo canale, e questo a mio avviso evidenzia che il mercato ha tanto potenziale ancora inespresso". Non sono infatti

solo i fondi private equity a fare acquisizioni, ma anche le aziende che, dopo essere passate sotto il controllo di investitori finanziari, stanno portando avanti **strategie di buy and build**, e sono sempre più numerose. "Quanto avviene con i fondi quando fanno acquisizioni, viene poi replicato quando si procede a successivi add-on", sottolinea Minard. "La domanda di finanziamenti diretti dalle aziende sta aumentando a ritmo sostenuto, soprattutto se alle loro

## ANTHILIA: IL LEADER DEL DEBITO SULLE PMI ITALIANE PREPARA IL LANCIAMENTO DI BIT V

**Anthilia Capital Partners sgr**, asset manager con un patrimonio gestito di 2,5 miliardi di euro, di cui 1,5 miliardi investiti nel private capital, sta preparando il lancio del suo quinto fondo di private debt **Anthilia Bond Impresa Territorio V (BIT V)**, previsto nel corso del 2025, per un importo che sarà verosimilmente maggiore rispetto al predecessore BIT IV, che aveva chiuso la raccolta nel giugno 2023 con **223 milioni di euro** di impegni, grazie anche al contributo significativo del **FEI (Fondo europeo per gli investimenti)**, per **70 milioni di euro**, e dell'**Enpam** (Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri), per **40 milioni** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

"Sarà un fondo dedicato ai **senior loan**", anticipa a *BeBeez Magazine* **Barbara Ellero**, a capo della divisione private capital dell'sgr leader in Italia nel direct lending alle pmi italiane nel 2023, secondo [Debtwire](#). Leadership che con tutta probabilità sarà ulteriormente rafforzata, visto che nella prima metà del 2024 l'sgr ha visto accelerare del 66%, da 33 a 55 milioni di euro, l'erogazione di finanziamenti diretti ad aziende e fondi private equity. Di quest'ultimo importo, 38,9 milioni sono relativi a operazioni comunicate (si veda [qui il Report Private Debt H1 2024 di BeBeez](#)).

Tra queste è interessante ricordare il finanziamento al fondo **Xenon Fidec** a parziale copertura dell'acquisizione di **Orim**, (si veda [qui articolo di BeBeez](#)), che rientra nel processo di buy and build della piattaforma **Trattamento Acque**. "Proprio l'intensificazione delle operazioni di add-on ci porta a prevedere una crescita sostenuta di questo business nei prossimi anni", pronostica Ellero, che continua: "Ciò non è dovuto solo ai crescenti vincoli cui devono fare fronte le banche e alla maggiore flessibilità del direct lending. Questa forma tecnica è molto adatta a finanziare gli add-on perché chi finanzia è chiamato a valutare una realtà completamente nuova, cioè quella risultante dalla società aggregante e dalla target, che porta in dote una presenza su un mercato prima non coperto e competenze tecnologiche, oltre alle possibili sinergie. Si tratta di valutazioni complesse da svolgere in poche settimane. Ci aiuta il fatto che oggi i tassi di leva si sono sensibilmente ridotti rispetto al passato".

Ma cresce l'interesse anche delle aziende "sponsorless", ovvero che non hanno alle spalle un investitore finanziario. Un esempio è il prestito da 4 milioni erogati a inizio 2024 al produttore di pneumatici **Marangoni** per lo sviluppo di impianti di riciclaggio di pneumatici che hanno marcato l'ingresso del gruppo tentino nell'economia circolare (si veda [qui articolo di BeBeez](#)). "Ci è però capitato di finanziare operazioni di riassetto azionario tra componenti di una stessa famiglia imprenditoriale", racconta ancora Ellero.

Presto quindi ci sarà bisogno di risorse finanziarie fresche. Il fondo **BIT IV**, lanciato nel 2020, ha infatti quasi esaurito la sua dotazione e per questo, come detto, Ellero e il suo team sono già al lavoro sul lancio di fondo successivo della serie.

Nel frattempo **Anthilia Gap**, altro veicolo dedicato però al capitale ibrido, cioè prestiti mezzanini e altri strumenti di quasi-equity, è ancora in raccolta. Lanciato a fine 2022, il fondo, dedicato al supporto e rilancio delle pmi italiane, investe lungo tutta la struttura del capitale e ha annunciato il primo closing della raccolta a 133 milioni di euro lo scorso giugno, rispetto a un target fine di 250 milioni (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). "Utilizziamo i vari veicoli a livelli diversi della catena di controllo, soprattutto nel caso di strategie buy and build. Il capitale ibrido va a finanziare soprattutto la holding che acquisisce, anche perché il maggiore rischio è mitigato dalla qualità del sottostante. Il senior loan invece finanzia le operazioni sulle società operative che via via si aggiungono al gruppo", conclude Ellero.



**Barbara Ellero**, a capo della divisione private capital di Anthilia Capital Partners sgr

## L'AI LENDING DEL PIONIERE MUZINICH

"Facciamo largamente uso dell'AI a supporto della nostra attività sul credito. Ciò ci consente di essere molto selettivi, al punto che l'85% delle richieste che ci pervengono ha esito negativo. Ma proprio l'uso dell'AI, in associazione a un solido processo di analisi fondamentale del credito perfezionato dai nostri professionisti sul territorio, spiega perché non abbiamo finora avuto casi di insolvenze", spiega a *BeBeez Magazine* **Gianpaolo Pellegrini**, direttore investimenti di Muzinich & Co. sgr, uno dei principali investitori in direct lending sulla piazza italiana e parte del gruppo Muzinich & Co, il cui business è al 100% nel corporate credit, per la maggior parte nei bond quotati, con circa 36 miliardi di dollari di asset in gestione.

Pellegrini proviene dal mondo bancario, avendo trascorso quasi 13 anni in **Mediobanca** a Milano e Londra, così come il ceo di Muzinich & Co. sgr, ossia **Gianluca Oricchio**, che dopo sette anni nel gruppo **Unicredit**, è stato però anche direttore generale del **Campus Biomedico**, il polo dell'Università di Roma per l'applicazione dell'hi-tech alle scienze della vita. Non a caso Oricchio è anche **responsabile globale per l'applicazione di intelligenza artificiale e robotica alle attività del Gruppo Muzinich**.

E' soprattutto sulla cooperazione con il sistema bancario che Muzinich ha fatto i maggiori investimenti in tecnologia e il lending hi tech avrà un peso sempre maggiore nell'attività di Muzinich: "Stiamo lavorando a prodotti di investimento imperniati sul machine learning anche nei public markets, dopo il successo che abbiamo avuto con le applicazioni nei mercati private. I nuovi prodotti dovrebbero partire entro qualche mese", anticipa a *BeBeez Magazine* Oricchio.

E pensare che tutto ebbe inizio negli anni Novanta, quando **George Muzinich** fondò a New York la società di gestione che porta il suo nome per estrarre valore dalla grande quantità di titoli di debito emesso da aziende sane ma sottovalutati a causa della crisi della **Drexel Burnham Lambert**, la banca finanziatrice di quasi tutti i grandi LBO dell'epoca. Da allora il gruppo ha ampliato la sua attività in Europa e poi in Italia, che, sotto la regia di **Filomena Cocco**, è andata via via acquisendo un ruolo centrale nelle strategie del gruppo statunitense. Infatti la sede milanese, dopo l'apertura della sgr a seguito dell'acquisizione

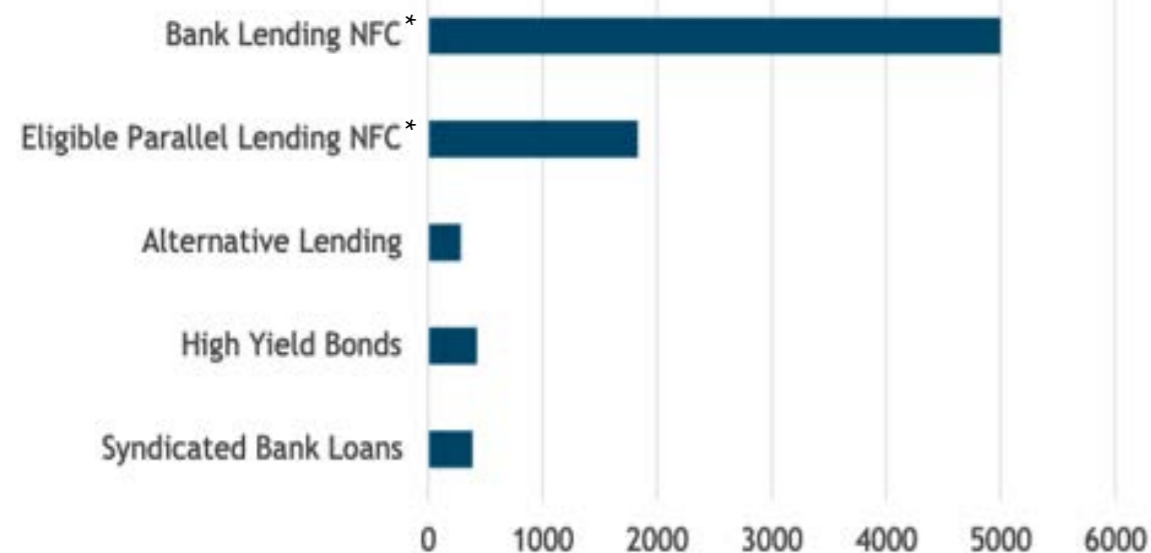
**Gianluca Oricchio**, Chief Executive Officer at Muzinich



nel 2018 di **Springgrowth sgr**, poi ribattezzata Muzinich & Co sgr (si veda [qui articolo di BeBeez](#)), è diventata il polo europeo per le strategie di **parallel lending** (senior loan in affiancamento con le banche) e **capital solutions** (prestiti a società appena uscite da momenti di crisi) che hanno affiancato quelle sull'alternative lending (investimenti in unitranch e capitale ibrido). Sul Capital Solutions Muzinich ha il mandato di gestione di due Eltif, **Capital Solutions I e II** per un totale superiore a 350 milioni di asset in gestione per conto di AZ Investments sa, controllata lussemburghese del gruppo Azimut, collocati sulla rete del wealth manager guidato da **Pietro Giuliani** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Ma anche se la testa è in Italia, quest'ultima pesa sui portafogli investiti per non più del 25%. Infatti sul parallel lending Muzinich lavora al fianco di 56 banche di tutto il continente. Il primo fondo europeo ha raccolto **417 milioni di euro** oggi tutti investiti sulle strategie sopraelencate (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Il secondo veicolo, **Diversified Loan Fund**, in origine lanciato da Springgrowth e chiuso nel 2021, ha raccolto circa **527 milioni** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Infine, il **Muzinich European Evergreen Credit Fund** o **MLoan**, fondo di parallel lending evergreen e semi-liquido lanciato nell'ottobre del 2023, che ha finora raccolto **160 milioni** e ha un portafoglio investito in 97 imprese per complessivi 400 milioni. Le potenzialità di crescita di MLoan sono alquanto estese, data la natura della strategia sottostante che lavora in partnership con il sistema bancario europeo.

LO SPACCATO DEL PARALLEL LENDING IN EUROPA (DATI 2023 IN MLN EURO)



\*Non-Financial Counterparties

Fonte: Elaborazioni di Muzinich

spalle c'è un investitore finanziario". Ma non solo.

"Quando devono fare importanti investimenti anche per la crescita interna, sempre più spesso le aziende italiane chiedono offerte sia alle banche sia ai fondi", riferisce **Emmanuel-le Tanguy**, investment director di **Eurazeo**, leader in Europa nel private capital e molto presente in Italia, soprattutto nei prestiti unitranchi verso aziende il cui enterprise value è compreso tra 50 e 350 milioni di euro. "Oggi alle aziende interessa la velocità di esecuzione e il costo", conferma **Alberto Lampertico**, direttore investimenti per il private debt di **Riello Investimenti Partners**, attiva soprattutto sui minibond ma che segue attentamente il mondo del finanziamento diretto, di cui peraltro si stanno ampliando le applicazioni.

"Abbiamo già ricevuto più di una richiesta da aziende familiari per finanziare operazioni di riassetto azionario tra diversi componenti della famiglia. Poi per vari motivi le trattative non sono state concretizzate. E' però un filone di attività che merita attenzione, anche perché il direct lending potrebbe rivelarsi utile nelle fasi di passaggio generazionale", conferma **Francesco Piovaneli**, responsabile dei fondi di private capital

di **illimity sgr**. Il fondo **illimity Selective Credit**, gestito da quest'ultimo, ha visto un forte aumento dell'attività nella prima parte del 2024, tra l'altro partecipando al buy and build di **Società Trattamento Acque**, il polo del trattamento delle acque reflue portato avanti dal fondo **Fidex** di **Xenon Private Equity** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)). "Nel caso degli add-on il direct lending ha un vantaggio importante", aggiunge Piovaneli "perché è possibile negoziare un rimborso bullet, che consente all'azienda di cercare opportunità avendo risorse pronte senza la pressione del rimborso delle rate del debito". Tra l'altro illimity Selective Credit per statuto può applicare più forme tecniche, di diversa rischiosità e rendimenti, che vanno dal senior loan al mezzanino fino alla partecipazione minoritaria in equity (quest'ultima ancora non utilizzata), ottimizzando l'utilizzo di ciascuno strumento alle diverse necessità e situazioni dell'azienda affidataria, in modo analogo a quanto fanno altri operatori, magari con veicoli diversi.

Altro campo di utilizzo del direct lending che sta guadagnando importanza è la fornitura di fondi ad aziende che sono appena uscite da momenti di crisi o di tensione finanziaria, tor-

nate in bonis ma che difficilmente hanno accesso al credito bancario per via del calendar provisioning. E' il mondo del **rescue lending**. In Italia il leader in questo campo è Muzinich, che gestisce **due fondi eltif di Azimut**, cioè **Capital Solutions I e II**. Il primo ha raccolto 147 milioni di euro. Il secondo, a riprova della validità del modello, ne ha raccolti 220. I due eltif sinora sono intervenuti in 14 aziende.

La crescente domanda di questo strumento ha inoltre consentito di stabilizzare i rendimenti. "Quelli medi sui senior loan in parallel lending sono circa l'8%, mentre sugli strumenti di capitale ibrido si sale all'11, per finire al 15-16% del rescue lending", spiega Oricchio di Muzinich & Co sgr. Livelli non proprio altissimi. "Nel mondo anglosassone sul lending non bancario si arriva anche al 20%", spiega **Andrea Arcangeli**, presidente e co-fondatore di **Crescitalia**. Si tratta comunque di rendimenti interessanti, ma soprattutto stabili nel tempo. Basti pensare che negli Usa il direct lending presenta l'indice di volatilità più basso fra tutte le asset class (si veda in [proposito pag. 4 dell'ultimo Direct Lending Update di Stepstone](#)).

LA CLASSIFICA DEGLI INVESTITORI DI DIRECT LENDING ITALIANI PER NUMERO DI DEAL - H1 2024

| Rank | Direct Lender                 | # deals | % Share |
|------|-------------------------------|---------|---------|
| 1    | Anthilia Capital              | 14      | 35.90%  |
| 2    | Goldman Sachs Private Capital | 5       | 12.82%  |
| 3    | Equita Capital                | 4       | 10.26%  |
| 4-   | Riello                        | 3       | 7.69%   |
| 4-   | Tikehau IM                    | 3       | 7.69%   |
| 4-   | CVC                           | 3       | 7.69%   |
| 7-   | Apollo                        | 2       | 5.13%   |
| 7-   | MV Credit                     | 2       | 5.13%   |
| 7-   | Eurazeo                       | 2       | 5.13%   |

| Rank | Direct Lender (cont'd) | # deals | % Share |
|------|------------------------|---------|---------|
| 10-  | Ares                   | 1       | 2.56%   |
| 10-  | Arcmont                | 1       | 2.56%   |
| 10-  | BlackRock              | 1       | 2.56%   |
| 10-  | HayFin                 | 1       | 2.56%   |
| 10-  | Pemberton              | 1       | 2.56%   |
| 10-  | Kartesia               | 1       | 2.56%   |
| 10-  | Alantra Private Debt   | 1       | 2.56%   |
| 10-  | KKR Credit             | 1       | 2.56%   |
| 10-  | Macquarie              | 1       | 2.56%   |

Fonte: Debtwire

Ma visto che l'Italia è un mercato ancora largamente da sviluppare, ciò porterà a un forte aumento della concorrenza? Fino a un certo punto, sostengono gli operatori. "La concorrenza è molto forte tra i grandi fondi sugli LBO di grandi dimensioni. Tuttavia in Italia, dove peraltro i crediti unitranchi coprono solo il 10% del finanziamento dei buyout, sono molto più numerose le aziende di dimensioni medio-piccole, quelle su cui siamo focalizzati, per cui abbiamo ancora spazio per crescere", afferma Tanguy di Eurazeo. Vero, ma nel frattempo "i grandi fondi adesso guardano anche alle imprese di dimensione più piccola, anche italiane", riferisce un altro player del private credit.

Un mercato però tutt'altro che facile. "Le piccole e medie aziende sono complesse da analizzare, a volte più

di quelle molto grandi. Quando un fondo investe in parallel lending assieme a una banca, deve essere in grado di conoscere a fondo l'azienda affidata, in modo che non sorgano asimmetrie informative rispetto alla banca stessa. A questo scopo occorre dotarsi di strumenti analitici molto avanzati, un investimento impegnativo che rappresenta la vera barriera all'ingresso", sottolinea ancora Oricchio di Muzinich & Co, la quale si è dotata sia dei sistemi interni di credit rating in linea con i sistemi avanzati della normativa di Basilea e sia dei sistemi di investment opinions basate sul deep learning. "I nostri fondi di credito già impiegano nel processo di investimento anche i sistemi avanzati su supporto alla decisioni critiche basati sul deep learning", conclude.

Se c'è un versante dove le cose sono

state meno semplici in Italia, è quello della **raccolta**, dove è ancora preponderante il ruolo di investitori di emanazione pubblica come **CDP**, **Fondo Italiano d'Investimento sgr** e il **Fondo Europeo degli Investimenti**, storici promotori e lead investor dei veicoli gestiti dagli operatori contattati da *BeBeez Magazine*. Ma anche qui le cose si stanno muovendo. Per esempio il summenzionato M-Loan di Muzinich è un fondo evergreen, che prevede delle finestre di liquidità trimestrali per la restituzione del capitale investito, mentre sia le sottoscrizioni sia le distribuzioni dei rendimenti avvengono su base mensile. Queste soluzioni sono studiate sia per investitori istituzionali sia per il private banking. "Lo sviluppo degli evergreen è una tendenza molto forte del direct lending", conclude Oricchio.