

School of Management

POLITECNICO DI MILANO



DIPARTIMENTO
DI INGEGNERIA
GESTIONALE



Osservatorio Mini-Bond
I° Report italiano sui Mini-Bond

Febbraio 2015

Indice

	pagina
Introduzione	7
Executive summary	9
1. Mini-bond: definizioni e contesto	13
□ Definizioni metodologiche	13
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI	14
□ L'evoluzione della normativa	18
□ Il mercato borsistico ExtraMOT PRO	22
□ I mini-bond in Europa	25
2. Le imprese emittenti	29
□ Il campione considerato: statistiche descrittive	29
□ I costi del collocamento	33
□ Le motivazioni del collocamento	34
3. Le emissioni	37
□ Statistiche descrittive	37
□ Scadenza e remunerazione offerta	42
□ Il <i>rating</i>	46
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	47
4. Gli attori della filiera	51
□ I consulenti finanziari: l' <i>advisor</i>	51
□ I consulenti legali	52
□ L' <i>arranger</i>	52
□ Gli investitori	54
□ Le società di <i>rating</i>	54
□ I soggetti pubblici impegnati sul tema dei mini-bond	54
□ Portali dedicati ai mini-bond	54
5. I fondi di <i>private debt</i>	57
□ Censimento dei fondi di mini-bond operanti in Italia	57
□ Statistiche descrittive	60
6. I trend in atto e gli scenari futuri	65
Appendice: elenco delle emissioni di mini-bond nel campione di analisi	69
Il gruppo di lavoro	73
La School of Management del Politecnico di Milano	75
I sostenitori della ricerca	77

Indice Figure

	pagina
Figura 1.1	Variazione del margine operativo lordo delle imprese italiane fra il 2007 e il 2013 14
Figura 1.2	L'indebitamento delle imprese italiane non finanziarie, dal 2005 al 2013: leva finanziaria e rapporto fra debiti finanziari e valore aggiunto 15
Figura 1.3	Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello <i>stock</i> disponibile su base trimestrale e su base annuale 16
Figura 1.4	Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non bancarie dal 2010 al 2013 16
Figura 1.5	Il <i>mix funding</i> delle imprese italiane: confronto con Europa e USA (2007 e 2012) 17
Figura 1.6	Il posizionamento di ExtraMOT PRO rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana 22
Figura 1.7	ExtraMOT PRO: flusso delle ammissioni e numero totale di titoli quotati dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2014 25
Figura 1.8	Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile delle ammissioni (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2014 25
Figura 2.1	Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato 29
Figura 2.2	Segmentazione delle imprese emittenti fra quotate e non quotate sul mercato borsistico, per classe di fatturato consolidato 30
Figura 2.3	Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato 30
Figura 2.4	Segmentazione delle imprese emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO 31
Figura 2.5	Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività 32
Figura 2.6	Segmentazione delle emittenti fra società quotate e non, per settore di attività 32
Figura 2.7	Segmentazione delle emittenti per dimensione del collocamento e per settore di attività 33
Figura 2.8	Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale 33
Figura 2.9	Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond 35
Figura 2.10	Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese 35
Figura 2.11	Imprese emittenti che non avrebbero potuto collocare mini-bond in base alla normativa prima del 2012 36
Figura 3.1	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2014 37
Figura 3.2	Flusso temporale del controvalore di emissione di mini-bond fino al 31 dicembre 2014 38
Figura 3.3	Valore medio delle emissioni in ogni semestre 39
Figura 3.4	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa) 39
Figura 3.5	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond: società già quotate rispetto alle non quotate 40
Figura 3.6	Distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni 40
Figura 3.7	Distribuzione del controvalore totale delle emissioni per attività dell'emittente (codice ATECO) 41

Figura 3.8	Distribuzione del controvalore totale delle emissioni per localizzazione geografica dell'emittente	41
Figura 3.9	Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico	42
Figura 3.10	Distribuzione della scadenza dei mini-bond	42
Figura 3.11	Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese	43
Figura 3.12	Distribuzione della cedola dei mini-bond	44
Figura 3.13	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese	44
Figura 3.14	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto € 50 milioni	45
Figura 3.15	Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze	45
Figura 3.16	Presenza del <i>rating</i> sui mini-bond	46
Figura 3.17	Presenza di opzioni <i>call e/o put</i>	47
Figura 3.18	Presenza di garanzie relative al rimborso	49
Figura 3.19	Presenza di <i>covenant</i> finanziari da rispettare	50
Figura 4.1	Gli <i>arranger</i> delle 96 emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio	52
Figura 5.1	Raccolta <i>target</i> dei fondi di mini-bond	61
Figura 5.2	Durata media dei fondi di mini-bond	61
Figura 5.3	<i>Target</i> di investimento dei fondi di mini-bond: limiti di fatturato delle imprese	62
Figura 5.4	Rendimenti lordi obiettivo dei fondi di mini-bond	63
Figura 5.5	Commissioni annue di gestione previste dai fondi di mini-bond	63
Figura 6.1	<i>Spread</i> medio fra rendimento offerto dai mini-bond e tasso interbancario di base	65

Indice Tabelle e Box

	pagina
Tabella 1.1	Riassunto delle principali innovazioni normative introdotte sui mini-bond dal 2012 ad oggi 21
Tabella 3.1	Le emissioni di cambiali finanziarie classificabili come 'mini-bond' 38
Tabella 3.2	Statistiche sul controvalore nominale medio dell'emissione 40
Tabella 3.3	Statistiche sulle modalità di rimborso del capitale 43
Tabella 3.4	Statistiche sull'attribuzione del <i>rating</i> 46
Tabella 3.5	Statistiche sull'esistenza di opzioni <i>call</i> e <i>put</i> 48
Tabella 3.6	Statistiche sulla presenza di garanzie relative al rimborso 49
Tabella 3.7	Statistiche sulla presenza di <i>covenant</i> finanziari 50
Tabella 5.1	Le iniziative legate a fondi di mini-bond censite in Italia alla data del 31 gennaio 2015 58
Box 2.1	Gli 'hydro-bond' in Veneto 31
Box 2.2	Il caso Primat srl: un mini-LBO finanziato con obbligazioni 35
Box 3.1	Le cambiali finanziarie 38
Box 4.1	Il <i>crowdfunding</i> e i mini-bond 53
Box 4.2	Il Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza 55
Box 5.1	Il Fondo d'Investimento Italiano e i mini-bond 59
Box 5.2	AIFI e i mini-bond 60
Box 5.3	SACE e i mini-bond 62
Box 6.1	I <i>project bond</i> 67

Introduzione

L'industria dei mini-bond (ovvero titoli obbligazionari e cambiali finanziarie emessi da piccole e medie imprese) è nata in Italia grazie ad una serie di innovazioni normative che fra il 2012 e il 2013 hanno 'liberalizzato' la possibilità di raccogliere capitale sul mercato attraverso questi strumenti, finora nella pratica riservata solo alle imprese quotate. L'intento è evidente: si tratta di fornire alle PMI un canale addizionale di finanziamento per la crescita, vista la minore disponibilità di credito bancario.

L'Osservatorio sui Mini-Bond è stato costituito nel 2014 presso la School of Management del Politecnico di Milano, attraverso il supporto di *partner* privati e istituzionali, con l'obiettivo di analizzare e interpretare in modo esaustivo le dinamiche competitive della filiera dei mini-bond in Italia e in particolare:

- le caratteristiche delle emissioni fatte sul mercato;
- le potenzialità del mercato e gli attori di riferimento (imprese, intermediari finanziari, fondi di investimento);
- il quadro istituzionale e normativo di riferimento ed il suo impatto sulla competitività del sistema delle PMI italiane;
- le scelte di investimento e di finanziamento delle imprese emittenti.

Come scuola *politecnica* siamo molto attenti al tema dell'innovazione, della crescita e dell'imprenditorialità. Vi è piena consapevolezza sul fatto che l'accesso al capitale sia un vincolo strategico per chi oggi intende investire; la ricerca accademica non ignora questa evidenza e si pone l'obiettivo di capire meglio il legame fra finanza e sviluppo.

Questo Report è il frutto dei primi mesi di lavoro dell'Osservatorio, durante i quali ci si è concentrati sull'analisi delle emissioni e delle società emittenti, degli attori presenti nella filiera, e dei fondi di *private debt*. Allo stesso tempo rappresenta una 'mappa' inedita ed esaustiva per chi intende conoscere meglio questo mondo. Esso è un punto di partenza, non certo un punto d'arrivo. Ci auguriamo che le informazioni e gli spunti presenti siano utili per un efficiente sviluppo futuro del mercato dei mini-bond in Italia, che certamente l'Osservatorio continuerà a studiare.

Un doveroso ringraziamento va agli *sponsor* e ai *partner* che hanno creduto da subito nell'iniziativa permettendo la pubblicazione di questo rapporto, così come siamo riconoscenti verso tutti coloro che hanno contribuito alla raccolta e alla verifica delle informazioni.

Febbraio 2015

Executive summary

Mini-bond: definizioni e contesto

In questa ricerca definiamo i ‘mini-bond’ come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie con scadenza fino a 36 mesi) emessi da società quotate o non quotate in Borsa, in virtù delle recenti innovazioni normative introdotte dal Decreto ‘Sviluppo’ in avanti.

In particolare ci riferiamo a emissioni da parte di società di capitali o cooperative (escludendo banche e assicurazioni) di importo massimo fino a € 500 milioni, aventi operatività propria.

L’industria dei mini-bond ha conosciuto nel 2013 e nel 2014 uno sviluppo costante, in risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e dal *credit crunch*. L’effetto combinato della riduzione dei margini aziendali e della minore offerta di credito da parte del sistema bancario italiano ha infatti spinto le imprese a cercare fonti di finanziamento alternative.

Se per le grandi imprese l’accesso al mercato mobiliare è una via piuttosto agevole, per le PMI sono numerose le difficoltà sia dal punto di vista culturale, sia dal punto normativo.

Storicamente, infatti, la dipendenza delle piccole imprese dai finanziamenti bancari è in Italia più forte che altrove.

L’azione legislativa, con la determinante opera del Ministero dello Sviluppo Economico, si è soprattutto concentrata (attraverso il già citato Decreto ‘Sviluppo’ seguito dai Decreti ‘Sviluppo-bis’, ‘Destinazione Italia’ e ‘Competitività’) sulla rimozione dei vincoli amministrativi e sulla parificazione della deducibilità dei costi relativi alla scelta di finanziarsi attraverso il collocamento di titoli sul mercato mobiliare, rispetto a quella di utilizzare il consueto canale bancario. Importante anche la decisione di estendere ai mini-bond (e ai fondi che li sottoscrivono) l’operatività

del Fondo Centrale di Garanzia, così come la semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e di costituzione di garanzie a tutela degli investitori.

In sostanza si è offerta alle PMI (con l’esclusione delle sole microimprese) l’opportunità concreta di aprire un nuovo canale di finanziamento diretto sul mercato.

Altro elemento importante per definire il contesto è l’apertura da parte di Borsa Italiana della piattaforma di scambio ExtraMOT PRO, che ha consentito alle imprese di individuare un mercato secondario ‘adatto’ per i mini-bond, con procedure di ammissione semplici, rapide e poco costose: un mercato che in meno di due anni è riuscito ad attrarre la quotazione di 90 titoli per un controvalore complessivo di € 4,8 miliardi, pur con scambi ridotti data la caratteristica di scarsa liquidità.

Uno sguardo all’Europa ci consente di identificare l’esperienza italiana come uno dei punti di riferimento, alla stregua di altre sperimentazioni che nel Regno Unito, in Germania, Francia, Spagna e Norvegia vedono i listini borsistici impegnati a offrire una piattaforma di sviluppo dei mini-bond.

Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato 86 imprese che alla data del 31 dicembre 2014 avevano collocato mini-bond in Italia. Fra queste, 34 sono identificabili come PMI. In gran parte si tratta di società per azioni, ma sono rappresentate pure società a responsabilità limitata e cooperative. Nel campione compaiono anche 12 imprese già quotate sul mercato azionario.

È interessante notare che il 14% delle imprese del campione non avrebbe potuto emettere i mini-bond, sulla base della normativa esistente fino al 2012.

Il fatturato delle imprese emittenti è molto

variabile; la fascia più numerosa del campione si concentra fra € 50 milioni e € 100 milioni, ma compaiono anche ben 14 PMI con un fatturato inferiore a € 10 milioni.

Per quanto riguarda il settore di attività, si registra una netta supremazia del settore manifatturiero, relativa però alle soli grandi imprese. Vi è comunque una certa eterogeneità nella rappresentanza, che tocca settori molti diversificati, dal commercio alle *utilities*, dai servizi finanziari all'immobiliare, dall'informatica alle costruzioni.

La collocazione geografica evidenzia una netta prevalenza delle regioni del Nord (in particolare Lombardia, dove risiede un terzo delle emittenti, seguita da Veneto ed Emilia Romagna).

Completa il quadro un'analisi delle motivazioni del collocamento (ponderate da una *review* dei costi diretti e indiretti) dalla quale emerge come dominante l'obiettivo di finanziare la crescita interna dell'azienda (in circa la metà dei casi, soprattutto per le PMI). Al secondo posto emerge l'obiettivo di ristrutturare le passività dell'impresa (soprattutto per le grandi imprese). Seguono le strategie di crescita esterna tramite acquisizioni, e il fabbisogno di alimentare il ciclo di cassa del capitale circolante.

Le emissioni

La ricerca passa poi a esaminare le 96 emissioni di mini-bond effettuate dalle imprese del campione a partire da novembre 2012 (in alcuni casi le imprese hanno deciso più emissioni). Si tratta in gran parte di obbligazioni, ma compaiono anche 7 cambiali finanziarie. Il valore nominale totale dei mini-bond è pari a € 5,7 miliardi (€ 336,5 milioni considerando solo le PMI).

Emerge con chiarezza una prima fase del mercato, che coincide con l'anno 2013, in cui si sono affacciate sul mercato soprattutto le grandi imprese, ed una seconda fase (il 2014) che ha segnato l'arrivo più frequente anche delle PMI. Il valore nominale medio del collocamento nel 2013 risulta infatti ben superiore a € 100 milioni, mentre è circa pari a € 25 milioni nel 2014.

Nel campione, le emissioni sotto € 50 milioni sono la maggioranza (il 78%). Il 23% è sotto la soglia di € 5 milioni.

Quasi tutti i titoli (86 su 96) sono stati quotati su ExtraMOT PRO. Nel campione compaiono però anche 4 titoli non quotati. Gli

altri titoli (tipicamente di grandi imprese) sono quotati su mercati esteri.

Per quanto riguarda la scadenza, si registra una netta concentrazione sul valore di 5 anni, soprattutto per le grandi imprese. Il valore medio per tutto il campione è 6,2 anni, quello mediano 5 anni. Alcuni mini-bond (soprattutto le cambiali finanziarie) hanno scadenza molto breve; esistono invece una decina di titoli con scadenza superiore a 7 anni.

Nella maggioranza dei casi (il 62,5%) il rimborso del titolo è previsto alla scadenza (*bullet*), soprattutto per le grandi imprese. Nelle PMI e nelle emissioni sotto € 50 milioni è relativamente più frequente la modalità *amortizing*, con un rimborso graduale fino alla scadenza.

Per quanto riguarda la cedola, in 86 casi su 96 è stata fissata all'inizio del prestito, mentre in 10 casi è stata legata ad un *benchmark* variabile nel tempo. Il valore medio della cedola fissa per l'intero campione è pari a 6,14%, quello mediano è il 6%.

I mini-bond del campione sono associati a un rating nel 33,3% dei casi. Il ricorso a questa forma di comunicazione e segnalazione è riscontrato soprattutto per le grandi imprese.

Molto frequente invece (in particolare per PMI e società finanziarie) la clausola di opzione *call*, che permette il rimborso anticipato del titolo da parte dell'emittente. Spesso è abbinata ad una clausola di tipo *put*, nel senso che il rimborso può essere richiesto in anticipo dall'investitore. Tale clausola è più frequente per le emissioni a lungo termine e per quelle di importo maggiore.

La presenza di una garanzia sul rimborso del capitale, a dare maggiore sicurezza agli investitori, è invece piuttosto rara (riguarda solo il 17,1% delle emissioni); di nuovo, è più frequente per le società di grande dimensione e per i collocamenti più consistenti.

Il rispetto di determinati *covenant* in funzione di *ratio* patrimoniali-reddituali-finanziari è presente nel 39,6% dei casi, ed è relativamente più frequente per le emissioni di importo minore e per quelle di lungo termine.

I dati raccolti ci portano ad ipotizzare due diversi 'approcci' verso il mercato dei mini-bond, per come l'abbiamo conosciuto fra il 2013 e il 2014: le grandi imprese e le società già quotate si confrontano con investitori

più sofisticati, che esigono il *rating* e una serie di garanzie e *covenant* 'standard', in un mercato altamente competitivo. Le PMI sono meno preparate per affrontare in termini di competenze e costi la richiesta di un *rating* e la predisposizione di garanzie legali sul prestito. Esse ricorrono più facilmente a meccanismi formali meno costosi quali i *covenant*, e preferiscono mantenersi una certa flessibilità rispetto alla restituzione del prestito. Attraverso un rapporto 'personalizzato' sono riuscite a trovare interlocutori disponibili sul mercato finanziario, ma con l'arrivo dei fondi professionali le strategie saranno rimesse in discussione.

Gli attori della filiera

La ricerca passa poi a identificare i diversi attori che stanno popolando il mercato dei mini-bond, affiancando imprese emittenti e investitori istituzionali (ricordiamo che i mini-bond non sono oggi accessibili agli investitori *retail*).

L'*advisor* è un consulente destinato ad affiancare l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del *business plan*, dell'*information memorandum* e nella definizione di tempi e modalità dell'emissione.

I consulenti legali si occupano di verificare gli aspetti formali e di *compliance* rispetto ai contratti e ai regolamenti o prospetti del prestito.

L'*arranger* si occupa invece del collocamento dei titoli sul mercato, individuando i potenziali investitori e occupandosi del '*fine tuning*' rispetto alla definizione dei rendimenti offerti.

La società di *rating* è un altro attore di riferimento nell'emissione di giudizi indipendenti sulla solvibilità dell'emittente.

Numerosi sono anche i portali informativi e le iniziative implementate sul territorio nate negli ultimi mesi per diffondere la conoscenza dei mini-bond.

Per il futuro si può immaginare, come sta già avvenendo in altri comparti del mercato del capitale, una progressiva disintermediazione che porterà gli investitori ad un contatto sempre più diretto con il mercato.

In questa direzione un ruolo chiave è giocato da Internet e dalle nuove tecnologie *fintech*, così come dalla diffusione del *crowdfunding*.

I fondi di *private debt*

Un capitolo specifico è dedicato all'arrivo sulla scena dei fondi di *private debt*, ovvero fondi specializzati nell'investimento in mini-bond.

La ricerca ha censito 29 iniziative ai nastri di partenza, di cui 11 risultano avere già effettuato investimenti. In gran parte si tratta di fondi chiusi, gestiti da SGR italiane o da veicoli esteri. Nel complesso, la stima delle risorse disponibili, in caso di avvio di tutti i fondi, sarebbe pari a € 6 miliardi.

Determinante per lo sviluppo di questa industria è stata la decisione del Fondo Italiano di Investimento di istituire un fondo di fondi dedicati ai mini-bond, finanziato al primo *closing* dalla Cassa Depositi e Prestiti.

La raccolta *target* dei fondi è in media compresa fra € 150 milioni e € 500 milioni. Le imprese in cui idealmente il fondo investirà hanno fatturato fino a € 250 milioni. Il rendimento annuale lordo obiettivo è tipicamente fra 6% e 8%. Stanno entrando sul mercato anche operatori esteri, interessati alle opportunità che si aprono, i quali in genere investono su imprese di media dimensione, con risorse più consistenti.

I trend in atto e gli scenari futuri

In conclusione del lavoro vengono proposte alcune riflessioni, che serviranno per indirizzare l'attività di ricerca futura dell'Osservatorio.

Quattro in particolare sono gli spunti offerti: (i) i benefici che i mini-bond potranno generare per le imprese emittenti e in generale per il sistema economico, (ii) la sostenibilità del debito contratto nel medio-lungo termine, (iii) l'evoluzione del mercato nei prossimi mesi, con il consolidamento del ruolo dei fondi di investimento, e con le decisioni strategiche delle grandi banche e delle assicurazioni, (iv) le potenzialità riferite agli ambiti delle cartolarizzazioni dei mini-bond e dei *project-bond*, che al momento sono ancora tutte da sviluppare.

1. Mini-bond: definizioni e contesto

Definizioni metodologiche

Non è facile definire cos'è un '*mini-bond*'. In questa ricerca intendiamo come mini-bond titoli obbligazionari (di medio-lungo termine) o cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) nati per favorire l'accesso al mercato dei capitali anche (ma non esclusivamente) da parte di società di piccola-media dimensione. Le normative di riferimento sono contenute nel Decreto Legge 22 giugno 2012 n.83 ("Decreto Sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n.179 ("Decreto Sviluppo Bis"), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano "Destinazione Italia") e nel più recente D.L. 24 giugno 2014 n. 91 ("Decreto Competitività").

In sostanza si tratta di titoli di debito emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori istituzionali, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole. Tale tipologia di strumenti è ben nota a imprese e investitori (e anche al Codice Civile, che ne disciplina l'emissione negli articoli 2410-2420 per le SpA, e nell'articolo 2483 per le Srl), ma fino a poco tempo fa si trattava di forme di finanziamento quasi esclusivamente utilizzate solo da imprese quotate, o comunque non 'diffuse' sul mercato.

Distinguere quindi un mini-bond da una altra comune obbligazione richiede una definizione, che da una parte ne specifichi la natura in funzione degli obiettivi della ricerca, dall'altra potrà certamente mostrare limiti e non essere condivisa da tutti.

La definizione che utilizziamo in questa ricerca si limita all'analisi di collocamenti di obbligazioni e cambiali finanziarie che soddisfano tutti i seguenti requisiti:

1. l'emittente è una società di capitali o cooperativa residente in Italia, o comunque la cui attività dominante è svolta in Italia;
2. l'emittente non è una società bancaria o assicurativa o comunque non fa parte di un gruppo bancario soggetto alla vigilanza di Banca d'Italia;
3. l'emittente non è un veicolo costituito con l'unico obiettivo di effettuare un'acquisizione;
4. l'emissione è caratterizzata da un valore massimo pari a € 500 milioni (considerato cumulato per emissioni diverse che avvengono nella stessa giornata).

Si noti che i limiti prima enunciati non considerano variabili dimensionali dell'impresa emittente quali fatturato o totale dell'attivo. Poiché questa ricerca intende però focalizzare l'attenzione sul ruolo dei mini-bond quali strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario per le piccole e medie imprese, andremo a differenziare tutte le statistiche distinguendo fra PMI e grandi società, con *focus* particolare sull'industria.

Non consideriamo come mini-bond i titoli di debito emessi da banche, poiché si tratta di strumenti consolidati di raccolta del risparmio per numerosi istituti, banche popolari e casse rurali.

Non vengono posti limiti al fatto che il capitale di rischio dell'emittente sia già quotato su un mercato borsistico (seppure tali emissioni verranno evidenziate separatamente, riconoscendo che una società già quotata in Borsa troverà relativamente più semplice collocare sul mercato titoli obbligazionari).

Viene invece considerato un limite sul controvalore dell'emissione (seppure relativamente elevato), per qualificare il titolo come 'mini'.

L'attenzione sul nuovo mercato dei mini-bond in Italia è nata in un contesto del tutto particolare riferito agli effetti nefasti della crisi finanziaria partita nel 2008 e alla riduzione dell'offerta di credito dalle banche, che è opportuno ripercorrere.

Il contesto del mercato del capitale per le PMI

La crisi del mondo finanziario prima, poi dell'economia reale, che ha colpito anche l'Italia a partire dal secondo semestre 2008 è stata definita come la peggiore dal secondo dopoguerra, sulla base dei dati contenuti nel Rapporto Cerved PMI 2014. La gravità della crisi è legata non solo alla riduzione del PIL, ma anche alla durata della stagnazione della domanda di beni e servizi e dalla difficoltà del 'sistema Italia' nel tornare a crescere. Nelle prossime pagine viene presentata una descrizione del contesto italiano da cui è sorto il nuovo mercato dei mini-bond. Ci si concentrerà in particolare sul mercato del credito e sulla situazione delle imprese di piccola e media dimensione.

Le difficoltà sui ricavi e sui margini

La stagnazione della domanda ha avuto effetti pesanti sul volume d'affari delle imprese italiane, sul margine lordo e sulla redditività. Dal 2007 al 2013 le PMI italiane hanno subito una riduzione di fatturato di 5,6 punti percentuali (in termini nominali), mentre le grandi imprese sono riuscite ad aumentare il giro d'affari di 1,7 punti percentuali (sempre in termini nominali)¹. I settori che hanno subito maggiormente gli effetti della crisi sono quello delle costruzioni, con un calo del volume d'affari pari a -23,9% e quello manifatturiero con un calo pari a -8,2% dal 2007 al 2013.

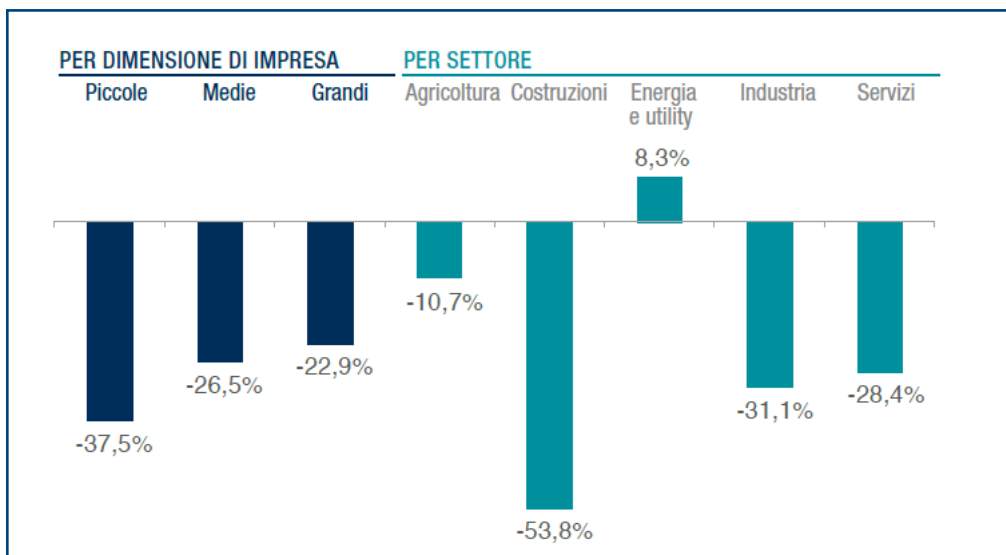
A fronte di una riduzione del valore aggiunto e della produttività (misurata come valore aggiunto per addetto), anche il margine operativo lordo delle imprese italiane ha subito un calo consistente (si veda la Figura 1.1). In particolare le PMI hanno registrato una diminuzione di 37,5 punti percentuali dal 2007 al 2013, mentre le grandi imprese hanno subito un calo più contenuto, pari a 22,9 punti percentuali. Considerando sempre il margine operativo lordo, i settori che evidenziano cali più significativi sono ancora una volta quello delle costruzioni (-53,8%) e il manifatturiero (-31,1%). Il settore dei servizi, pur mantenendo pressochè invariato il volume d'affari (-0,9%), ha subito una sensibile diminuzione del margine operativo lordo (-28,4%).

La redditività operativa delle imprese italiane, misurata dall'indice *return on assets* (ROA, pari al rapporto tra margine operativo netto e totale dell'attivo di bilancio), ha pure subito una forte contrazione; anche in questo caso le imprese di piccola e media dimensione hanno sofferto più delle altre. L'indice ROA ha subito una contrazione di 2,2 punti percentuali per le PMI, mentre per le grandi imprese la riduzione è stata pari a 1,8 punti.

¹ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2014.

Figura 1.1
Variazione del margine operativo lordo delle imprese italiane fra il 2007 e il 2013.

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2014



Un 'terremoto' così intenso su utili e margini ha determinato un marcato aumento delle imprese costrette alla liquidazione, o al fallimento, o all'apertura di una procedura concorsuale. Il rapporto Cerved PMI 2014 evidenzia comunque la presenza di ben 3.472 imprese che sono riuscite a raddoppiare il proprio volume d'affari fra il 2007 e il 2012.

Le difficoltà nella gestione finanziaria

Le imprese sopravvissute alla crisi hanno dovuto affrontare anche il problema della maggiore necessità di reperire risorse finanziarie.

Analizzando i dati diffusi da Banca d'Italia sul rapporto tra il fabbisogno finanziario e gli investimenti fissi lordi delle imprese italiane fra il 2005 e il 2013 si nota una crescita di 9 punti percentuali. Questa crescita, combinata alla diminuzione della redditività ope-

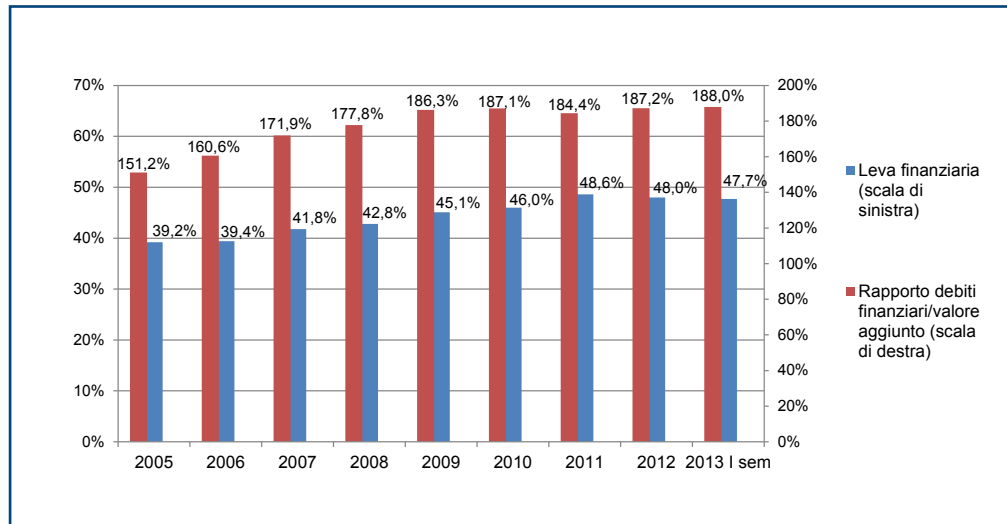


Figura 1.2

L'indebitamento delle imprese italiane non finanziarie, dal 2005 al 2013: leva finanziaria e rapporto fra debiti finanziari e valore aggiunto

Fonte: Banca d'Italia

rativa, testimonia una maggiore dipendenza dai finanziamenti esterni, soprattutto dal capitale di debito. In particolare se si considera il rapporto tra indebitamento finanziario e valore aggiunto per le imprese non finanziarie si nota un progressivo aumento, dal 151% del 2005 al 188% del primo semestre 2013 (si veda la Figura 1.2).

Considerando la struttura finanziaria delle imprese italiane, a seguito della crisi si osserva un aumento significativo del grado di *leverage* (definito come rapporto fra debiti finanziari e totale del passivo a valore di mercato) dal 39,2% nel 2005 al 44,4% a fine 2013. Si tratta di un valore fra i più elevati in Europa²: la Francia si attesta al 30,2%, la Germania al 39,2%, il Regno Unito al 38,7%; la media nella zona Euro è pari al 38,9%.

Il peggioramento degli indicatori di redditività e il progressivo aumento della leva finanziaria hanno generato un maggior peso degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (dal 13,7% del 2005 si è passato al 22,7% del 2013) e la diminuzione del numero di imprese con utile d'esercizio positivo sul totale (dal 65% del 2005 al 55% del 2013).

Le difficoltà dell'accesso al credito bancario

I dati diffusi da Banca d'Italia mostrano che il flusso di credito dal sistema bancario verso le imprese italiane si è del tutto arrestato a seguito della crisi finanziaria (si veda la Figura 1.3).

Ciò è dovuto sia alla contrazione della domanda di credito a lungo termine (che riflette una minore propensione delle imprese ad investire), sia alla minore offerta di credito.

La necessità di credito a breve termine è invece aumentata, per i motivi citati in precedenza, ovvero la necessità di copertura del capitale circolante e delle operazioni volte a ristrutturare e consolidare il debito.

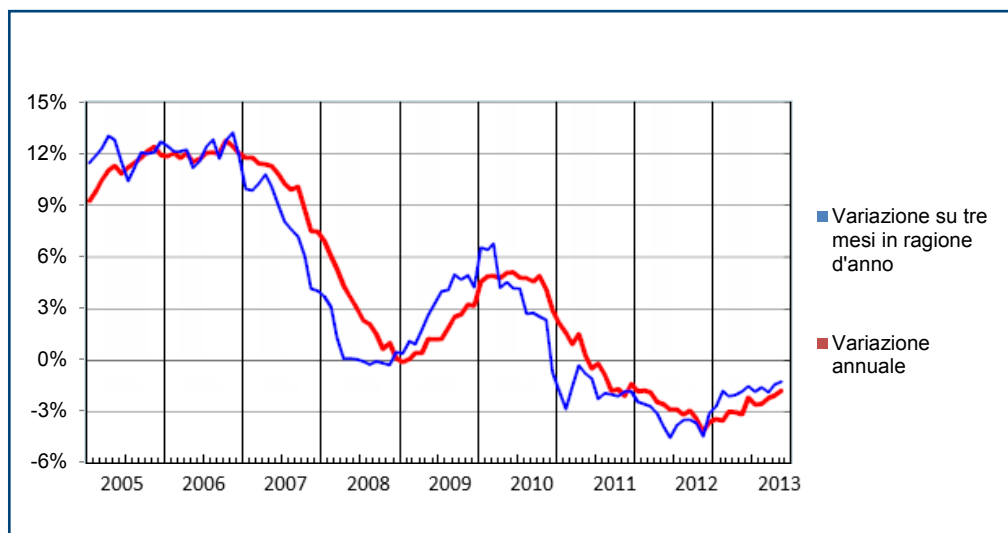
Lo *stock* di credito bancario a favore delle imprese non finanziarie è passato da € 868,5 miliardi nel 2008 a € 808,4 miliardi a fine 2014. La Figura 1.3 evidenzia come nel 2008 ci sia stato un rallentamento della crescita del credito erogato (avvenuta negli anni pre-crisi), con un parziale recupero nel 2009; dal 2010 però è partita una fase negativa, che ha portato dal 2011 ad una continua riduzione dello *stock* di credito per tutti i periodi suc-

² Fonte: Relazione Annuale della Banca d'Italia, 2014

Figura 1.3

Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello stock disponibile su base trimestrale (blu) e su base annuale (rosso)

Fonte: Banca d'Italia



³ Fonte dei dati citati: Relazione Annuale della Banca d'Italia, 2014

cessivi. Per quanto riguarda il costo del capitale bancario, il differenziale di tassi rispetto alla media europea ha raggiunto il massimo valore nel 2013, pari a 0,9 punti percentuali³. Non serve sottolineare quanto l'incidenza di questo vero e proprio *spread* abbia contribuito a indebolire la competitività delle imprese italiane rispetto ai concorrenti europei. Il fenomeno del *credit crunch* ha colpito in modo eterogeneo l'universo delle imprese, concentrandosi in modo particolare su quelle più rischiose. Secondo il rapporto Cerved PMI 2014, nel 2012 le imprese nella fascia di rating C1.1-C2.1 (ovvero la peggiore) hanno subito una contrazione del credito disponibile di 4 punti percentuali, oltre il doppio di quella subita dalle imprese con rating B2.1-B2.2., a sua volta circa tre volte la contrazione relativa alla fascia A1.1-B1.2 (la migliore). Nell'anno 2013, però, la contrazione dei debiti bancari è stata omogenea, pari a circa 3 punti percentuali, per tutte le fasce di *rating*. A onor di cronaca va anche sottolineato che dal 2008 sono cresciuti linearmente i crediti in sofferenza. Le statistiche diffuse da Banca d'Italia evidenziano che a metà 2014 i prestiti con anomalie nei rimborsi avevano superato il 25% del totale (di cui metà in sofferenza, un terzo incagliati, e la parte rimanente scaduta o ristrutturata). Di fronte alla necessità di adempiere a requisiti patrimoniali sempre più stringenti, a seguito delle norme scaturite dagli accordi di Basilea, e per evitare ulteriori peggioramenti della qualità degli attivi, il sistema bancario italiano ha nei fatti limitato la propria disponibilità a fornire nuovo credito, soprattutto nel lungo termine.

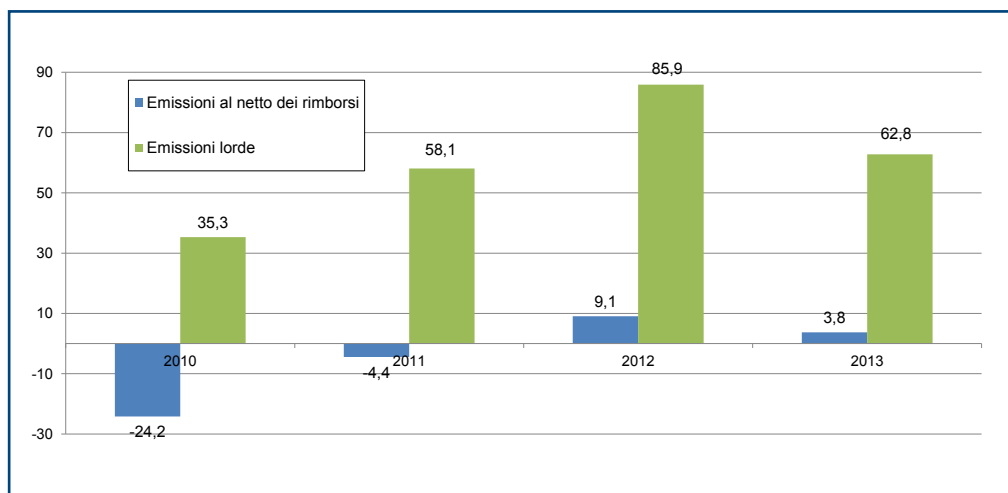
La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

Negli ultimi anni le strategie di finanziamento dei grandi gruppi industriali - già avvezzi alla raccolta di capitale tramite il mercato mobiliare - si sono ancora di più orientate verso il debito obbligazionario.

Figura 1.4

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non bancarie dal 2010 al 2013 (dati in miliardi EUR)

Fonte: Banca d'Italia



Le motivazioni sono essenzialmente due: in primo luogo si è già sottolineato che il circuito bancario ha preferito ridurre la propria esposizione verso la clientela *corporate*; in secondo luogo le imprese hanno voluto approfittare della situazione di tassi di interesse e rendimenti richiesti dal mercato eccezionalmente bassi, vista la politica monetaria della Banca Centrale Europea, tesa a mantenere il costo del denaro a livelli prossimi a zero.

Vi è anche da sottolineare che l'elevata volatilità del mercato borsistico, negli anni più 'difficili' della crisi, ha spinto investitori professionali e *retail* a preferire strumenti finanziari a minore rischio quali appunto i titoli obbligazionari.

Come evidenzia la Figura 1.4 tra il 2010 e il 2013 le emissioni lorde di titoli mobiliari da parte delle società non bancarie italiane sono cresciute in misura cospicua rispetto al valore di € 23 miliardi registrato come media annuale nei cinque anni precedenti la crisi. Nel 2012 si è registrato un valore complessivo di emissioni obbligazionarie vicino a € 86 miliardi, mentre nel 2013 il controvalore è di poco inferiore a € 63 miliardi. Si noti che la raccolta di capitale obbligazionario al netto dei rimborsi è risultata positiva nei due anni citati, a ulteriore conferma che questo canale è andato a sostituirsi ad altre forme di finanziamento quali il credito bancario.

Le PMI non hanno però potuto percorrere lo stesso cammino, non avendo le stesse possibilità di accesso al mercato mobiliare, almeno fino all'avvio delle riforme che hanno interesse il mondo dei mini-bond.

L'opportunità dei mini-bond

Il canale obbligazionario in Italia è storicamente un mercato minore rispetto al credito bancario e copre (secondo i dati presentati nell'ultima relazione annuale di Banca d'Italia) solo il 10% dei debiti finanziari complessivi delle imprese nazionali. Infatti le normative fiscali e civilistiche, nonché gli elevati costi fissi di emissione, hanno disincentivato il ricorso a tale fonte di finanziamento soprattutto per le PMI. Ciò rappresenta un *gap* rispetto all'Europa. Soffermandoci sulle imprese di piccola dimensione, le PMI italiane che nel 2012 avevano ottenuto un prestito bancario mostravano un valore mediano del rapporto tra debiti bancari e debiti finanziari pari al 98%. Si tratta di un dato significativamente superiore rispetto a quelli degli altri principali Paesi europei⁴ (Germania 39,7%, Francia 76,2%, Spagna 65,8%) e può rappresentare un rischio rispetto alla diversificazione delle fonti finanziarie.

La Figura 1.5 mostra il confronto fra il cosiddetto *mix funding* delle imprese italiane rispetto a quello degli altri principali Paesi europei e degli USA nel 2007 e nel 2012. Le imprese italiane sono tra quelle che hanno fatto maggior ricorso al debito bancario (32% nel 2007 e 35% nel 2012), seconde solo a quelle spagnole (34% nel 2007 e 40% nel 2012). Si riconferma il basso utilizzo di strumenti obbligazionari: per le imprese italiane, nel 2012 questo canale rappresentava solo il 3% rispetto al valore complessivo dei finanziamenti.

⁴ Fonte: Banca Centrale Europea

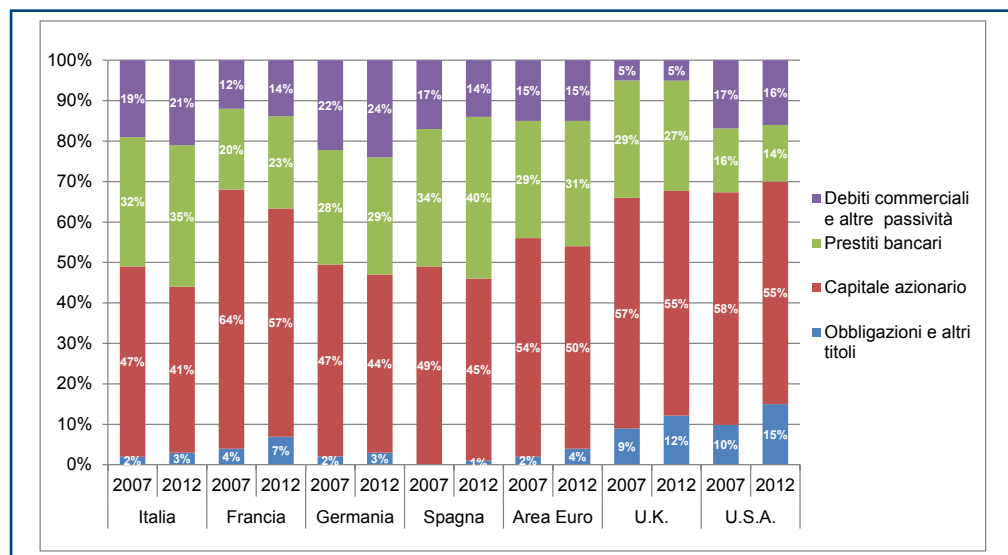


Figura 1.5

Il *mix funding* delle imprese italiane: confronto con Europa e USA (2007 e 2012).

Fonte: Banca Centrale Europea

Solo in Spagna si registrano valori inferiori, ma la Figura 1.5 evidenzia che la differenza è ampiamente coperta da una maggiore patrimonializzazione attraverso il capitale di rischio.

Per quanto riguarda le PMI, i dati della Banca Centrale Europea segnalano che i debiti bancari costituiscono in media il 18% del totale del passivo. Il 47% delle PMI mostra un rapporto tra debiti bancari e totale passivo inferiore al 10%, mentre il 44% evidenzia un rapporto compreso tra 10% e 50%. Tutte le imprese rimanenti risultano essere fortemente legate alle banche, con un rapporto superiore al 50%. Ciò implica una elevata dipendenza da un unico canale di finanziamento, il che potrebbe fortemente condizionare le scelte di investimento ed esporre le PMI al potere contrattuale degli istituti creditizi. Secondo i dati diffusi dall'ufficio studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza, nel corso del 2013 più del 10% delle imprese che avevano chiesto un prestito bancario non lo aveva ricevuto. La difficoltà dell'accesso al credito si concentra soprattutto tra le imprese con personale al di sotto delle 50 unità, che nel 2013 hanno registrato un tasso di rifiuto pari al 16%. Per quanto riguarda invece le grandi imprese, aventi personale al di sopra delle 250 unità, si registra nel 2013 un tasso di rifiuto pari a 8,5%, quasi la metà. L'irrigidimento dell'offerta di credito si è manifestato in diverse modalità: la richiesta di *spread* elevati o di garanzie aggiuntive, come quelle personali dell'imprenditore stesso, la riduzione del cosiddetto *tenor* (ovvero della durata) dei finanziamenti, l'allungamento dei tempi di delibera dei crediti.

Era dunque chiaro, mettendo a fattor comune le evidenze citate, che anche in Italia fosse necessario rendere più agevole per le imprese l'accesso diretto al mercato dei capitali eliminando una serie di ostacoli ed equiparando il più possibile tutte le alternative di raccolta di capitale attraverso il circuito bancario piuttosto che il mercato mobiliare. Come evidenziato, per le PMI si trattava sostanzialmente di aprire per la prima volta quest'ultimo canale alternativo, utilizzato quasi esclusivamente dalle grandi imprese.

L'evoluzione della normativa

Lo sviluppo del mercato italiano dei mini-bond è stato favorito in maniera determinante da una serie di provvedimenti legislativi, partiti dal 2012 con i Decreti 'Sviluppo' e 'Sviluppo-Bis', e proseguiti nel 2013 e nel 2014. Determinante è stato l'impulso del Ministero per lo Sviluppo Economico, la cui segreteria tecnica è stato il fulcro dell'intero processo di riforma.

I Decreti 'Sviluppo' e 'Sviluppo-Bis'

Si tratta di decreti che hanno introdotto novità nell'ordinamento civile e fiscale con l'obiettivo di avvicinare la normativa italiana a quelle europee che vedono il mercato dei titoli mobiliari come alternativa di finanziamento praticabile anche per le PMI non quotate.

Le finalità di questi decreti sono state essenzialmente quelle di ampliare gli strumenti a disposizione delle imprese, ridisegnando la disciplina sulle cambiali finanziarie e sulle obbligazioni di medio-lungo termine.

Il Decreto 'Sviluppo' (D.L. 83/2012 convertito con la Legge 134/2012) ha allineato il regime fiscale applicato ai mini-bond emessi da società non quotate rispetto a quello più favorevole delle società quotate.

Per quanto riguarda la deducibilità degli interessi passivi per gli emittenti, secondo le disposizioni previgenti, gli interessi passivi erano deducibili solo per la quota-parte inferiore o pari:

- a) al doppio del 'tasso ufficiale di riferimento' stabilito dallo Stato per i titoli di debito negoziati sui mercati regolamentati in UE inclusi nella cosiddetta 'white list' (nazioni che consentono un adeguato scambio di informazioni);
- b) al tasso ufficiale moltiplicato per 5/3, per i titoli di debito non inclusi nella lista sopra citata.

In caso di rendimenti superiori a questi valori, gli interessi passivi eccedenti non potevano essere deducibili. L'intento della norma era quello di evitare arbitraggi fiscali per società con una limitata base azionaria, tramite ad esempio l'emissione di obbligazioni ad alto rendimento sottoscritte da soggetti riconducibili ai proprietari stessi, con il puro scopo di ottenere vantaggi nel pagamento delle imposte societarie (e personali).

La riforma ha modificato queste disposizioni per le cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari in determinate circostanze. Per i titoli emessi da società con azioni non quotate (escluse le banche e le microimprese⁵) e negoziati su mercati regolamentati, gli interessi passivi sono diventati deducibili ai fini dell'Ires entro il 30% del margine operativo lordo. Nel caso di titoli non quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, gli interessi passivi sono diventati deducibili fino al 30% del margine operativo lordo solo se i titoli sono detenuti da investitori qualificati (ad esempio banche, assicurazioni, fondi di investimento) che non detengono una quota superiore al 2% del capitale della società emittente e a condizione che il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in nazioni che garantiscano un adeguato scambio di informazioni.

Il Decreto 'Sviluppo' ha inoltre ampliato la validità del regime fiscale sugli interessi percepiti dagli investitori previsto dal D.L. 239/1996 anche alle società per azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione e alle società non quotate. In particolare l'imposta sostitutiva pari al 20% (poi elevata al 26% dal 1 luglio 2014) si applica agli interessi e proventi provenienti da:

- 1) titoli obbligazionari e simili emessi da banche, società per azioni quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Paesi appartenenti all'Unione Europea o inclusi nella 'white list';
- 2) titoli obbligazionari e simili emessi da enti pubblici;
- 3) titoli obbligazionari e simili emessi da società non incluse nei due punti precedenti negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Paesi appartenenti alla 'white list'.

L'emittente dovrà comunicare entro trenta giorni all'Agenzia delle Entrate i dati relativi all'emissione nel caso di strumenti non negoziati in mercati regolamentati, per consentire il controllo antielusione.

Una ulteriore agevolazione introdotta è stata la deducibilità delle spese di emissione. Quest'ultime si riferiscono alle spese per le commissioni rivolte all'*arranger*, agli *advisor*, alle società che emettono il *rating*, per le commissioni di collocamento, per i compensi professionali e a tutte le altre spese relative all'emissione⁶. Tutte queste spese sono ora deducibili nell'esercizio in cui sono state sostenute, secondo il principio di cassa.

Infine, dal punto di vista civilistico il Decreto 'Sviluppo' ha rimosso il limite per le società non quotate di emettere titoli per un ammontare non superiore al doppio del proprio patrimonio netto, a patto che i titoli siano destinati ad essere quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Piano 'Destinazione Italia'

Il Decreto Legge 145/2013, convertito dalla Legge 9/2014, contiene il piano 'Destinazione Italia' in cui sono state approvate importanti misure al fine di rafforzare le forme di finanziamento di medio-lungo termine alternative o complementari a quelle bancarie. Le disposizioni più rilevanti apportano novità riguardo la cartolarizzazione dei titoli obbligazionari, il privilegio speciale e l'imposta sostitutiva.

Per quanto riguarda la cartolarizzazione dei titoli, è stata estesa l'applicazione della Legge 130/1999 anche alle obbligazioni e titoli simili, esclusi i titoli partecipativi, ibridi e convertibili. La finalità di questo provvedimento è stata quella di favorire la nascita di nuovi fondi che investano in mini-bond, e quindi sostenerne la domanda. Una importante innovazione è stata la possibilità per le società assicurative di considerare i mini-bond come strumenti utili per la copertura delle riserve tecniche, aprendo quindi un mercato potenzialmente rilevante.

⁵ Le microimprese, ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, sono le imprese che soddisfano tutti questi requisiti: (1) organico inferiore a 10 persone e (2) fatturato o totale di bilancio annuale sotto i 2 milioni EUR. Le microimprese sono quindi escluse dalle innovazioni descritte in queste pagine. Si noti che le condizioni sopra esposte devono essere tutte rispettate: basta che una non sia verificata, e l'impresa potrà avvalersi delle opportunità associate ai mini-bond.

⁶ Per una descrizione particolareggiata del processo di collocamento si rimanda al Capitolo 2, pagina 33.

Il Decreto 'Destinazione Italia' ha inoltre eliminato la ritenuta d'acconto del 20% sugli interessi e proventi relativi ai mini-bond sottoscritti da fondi d'investimento mobiliare con quote possedute solo da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito esclusivamente in mini-bond.

Per facilitare alle imprese italiane l'accesso a risorse finanziarie, in particolare a canali alternativi a quello bancario, è stato esteso il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività dell'impresa contenuto nell'art 46 del D.L. 385/1993 anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie. La nuova norma permette alle imprese di utilizzare i beni destinati alla propria attività per ottenere finanziamenti senza l'obbligo di privarsene. Il privilegio speciale viene definito nella nota illustrativa del decreto come "una garanzia più efficiente rispetto alle tipiche garanzie reali", come ad esempio l'ipoteca ed il pegno. Questo favorisce le PMI spesso prive di proprietà immobiliari di alto valore e le permette di servirsi dei propri beni per svolgere le attività produttive, offrendo allo stesso tempo una maggiore tutela per gli investitori e permettendo una riduzione del costo del capitale.

Un altro aspetto toccato dal Decreto è il regime di imposizione indiretta sui finanziamenti di medio-lungo termine soggetti all'imposta sostitutiva. In particolare tale agevolazione è stata estesa anche alle modifiche o estinzioni di finanziamenti strutturati, per esempio obbligazioni, garanzie, postergazioni, con applicazione opzionale. Inoltre, il regime dell'imposta sostitutiva è stato esteso a tutti i tipi di garanzie, alle loro surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e annullamenti, incluse le cessioni di credito e trasferimenti delle garanzie stesse.

In attuazione della Legge, con il Decreto firmato dal Ministro dello Sviluppo Economico il 5 giugno 2014, pubblicato sulla G.U. n. 172 del 26/07/2014, si è estesa la copertura del Fondo statale di Garanzia per le PMI alle sottoscrizioni di mini-bond da parte di investitori qualificati. In particolare si tratta di uno stanziamento destinato per il 40% a garanzia su operazioni singole e per il restante 60% a garanzia sui portafogli di mini-bond. Le concessioni delle garanzie sono relative ad operazioni di sottoscrizione di obbligazioni emesse da PMI. Gli intermediari finanziari, banche e gestori di fondi sono i soggetti richiedenti, mentre i beneficiari finali sono le emittenti stesse dei titoli. I requisiti per ottenere il finanziamento sono molteplici: l'emissione deve essere finalizzata a finanziare le attività dell'impresa, non alla sostituzione di linee di credito già erogate; i titoli devono essere sottoscritti in data successiva a quella di delibera del consiglio di gestione che ha approvato la garanzia; la scadenza dei titoli deve essere compresa tra i 36 e 120 mesi; la quota coperta dal Fondo non deve essere assistita da altre garanzie.

In particolare la garanzia su una singola sottoscrizione è espressa in termini percentuali rispetto al valore della sottoscrizione e degli interessi previsti e può raggiungere la soglia del 50% in caso di rimborso graduale dell'obbligazione e del 30% in caso di rimborso alla scadenza. In ogni caso la garanzia può assumere un valore massimo pari a € 1,5 milioni per una singola sottoscrizione ed è corrisposta a valle di un processo di valutazione basato su modelli di *scoring* da parte del Fondo. Se presente, si considera il rating Standard & Poor's il quale deve essere almeno pari a B-.

Per quanto riguarda le garanzie su portafogli di mini-bond, esse devono essere costituite da singole sottoscrizioni di importo al più pari al 3% del valore nominale totale dei titoli nel portafoglio; inoltre il valore complessivo nominale deve essere compreso tra € 50 e € 300 milioni. Le garanzie possono coprire al massimo fino a queste soglie: l'80% della cosiddetta *tranche junior*, ovvero la quota che sopporta le prime perdite del portafoglio; l'8% del valore nominale totale del portafoglio; l'80% della perdita di ciascuna operazione presente nel portafoglio. Nessuno di questi limiti può essere superato.

Il Decreto 'Competitività'

Il Decreto Legge 91/2014 noto come 'Decreto Competitività' (convertito dalla Legge 116/2014) contiene un pacchetto di misure volte a migliorare la competitività delle imprese italiane apportando - fra l'altro - ulteriori novità sul tema dei mini-bond.

Per quanto riguarda il finanziamento creditizio, viene stabilito che le compagnie assicurative e le società di cartolarizzazione possano concedere credito diretto alle imprese, possibilità introdotta anche per i fondi di investimento. Viene inoltre eliminata la ritenuta di acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e compagnie d'assicurazione esteri, al fine di incentivare l'arrivo di capitali stranieri per la crescita.

I punti che riguardano direttamente il mercato dei mini-bond sono i seguenti. Un primo provvedimento è l'eliminazione della ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi e i proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali come ExtraMot Pro, purchè collocate a investitori istituzionali. Viene poi estesa l'imposta sostitutiva anche alle cessioni di crediti garantiti. Infine i sottoscrittori non devono più pagare imposte gravose per trasferire le garanzie accessorie, ad esempio sui crediti ipotecari. Inoltre viene estesa l'esenzione da ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e titoli simili corrisposti a società di cartolarizzazione che li sottoscrivono.

In sostanza si tratta di provvedimenti che mirano a completare la definizione di un quadro normativo favorevole sia all'emissione diretta di titoli obbligazionari da parte delle imprese, sia alla riduzione del costo del capitale (facilitando eventuali garanzie accessorie offerte agli investitori o clausole partecipative opzionali per aumentare il rendimento atteso), sia alle operazioni di cartolarizzazione atte a 'impacchettare' piccole emissioni per renderle più attraenti agli occhi degli investitori e diversificare il rischio di insolvenza.

La Tabella 1.1 riassume dunque le innovazioni introdotte dai decreti esaminati, riassumendo quanto esposto nei paragrafi precedenti.

Decreto	Principali innovazioni
'Sviluppo' e 'Sviluppo-bis'	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni • Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario • Estensione a società non quotate della deducibilità dei costi di emissione • Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"
'Destinazione Italia'	<ul style="list-style-type: none"> • Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori • Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di mini-bond ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative • Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI • Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
'Competitività'	<ul style="list-style-type: none"> • Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione • Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri • Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purchè collocati da investitori istituzionali • Estensione dell'imposta sostitutiva anche a cessioni di crediti garantiti

Tabella 1.1

Riassunto delle principali innovazioni normative introdotte sui mini-bond dal 2012 ad oggi

Il mercato borsistico ExtraMOT PRO

Parallelamente alle riforme normative, si è posta la necessità di offrire alle imprese e agli investitori un mercato secondario per le obbligazioni emesse da società non quotate in Borsa, di qualsiasi dimensione, che volessero cogliere le opportunità del nuovo quadro normativo. Tale opportunità si è concretizzata nel febbraio 2013 con l'apertura da parte di Borsa Italiana di ExtraMOT PRO.

Si tratta di un segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana (si veda la Figura 1.6) in cui possono essere quotati *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie e strumenti partecipativi. È quindi il listino adatto anche per i mini-bond. Tecnicamente non si tratta di un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un 'sistema di scambi organizzato' (*multilateral trading facility*) attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di *settlement* automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea.

ExtraMOT PRO è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, assicurazioni, enti pubblici e loro controllate; ad esse viene data la possibilità di comunicare periodicamente con gli investitori, in modo trasparente e standardizzato.

Il segmento ExtraMOT PRO vuole essere una soluzione economica e 'snella' alla quotazione dei mini-bond; l'obiettivo è creare un mercato di scambio flessibile ed efficiente (aperto solo agli investitori istituzionali visti i vincoli normativi) che fornisca visibilità attraverso il *brand* internazionale di Borsa Italiana.

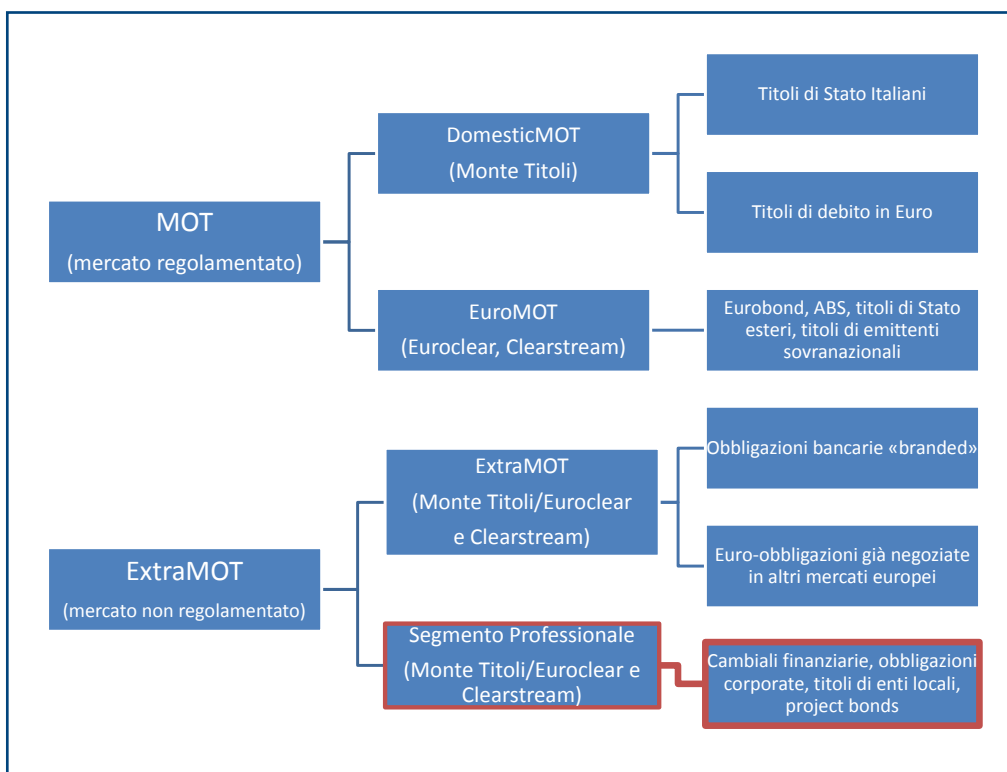
Il costo di ammissione per ogni strumento è particolarmente contenuto (€ 2.500 *una tantum*), indipendentemente dalla durata del titolo. Se il titolo è già quotato su altri mercati (*dual listing*) il corrispettivo si riduce a € 500. Non sono obbligatorie poi figure di intermediari previste in altri segmenti quali ad esempio il *listing partner* o il *liquidity provider*.

La flessibilità deriva da requisiti di ammissione meno stringenti rispetto al mercato regolamentato MOT, aperto anche agli investitori *retail*. Tutto ciò si traduce in maggiore rapidità e costi indiretti di quotazione più bassi. Inoltre il contesto informativo e infrastrutturale viene modulato a seconda delle esigenze dell'investitore (è possibile quindi pubblicare il Prospetto piuttosto che il Documento di Ammissione, in lingua inglese o italiana; si possono adottare i principi contabili domestici od internazionali; il *clearing*

Figura 1.6

Il posizionamento di ExtraMOT PRO rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana

Fonte: Borsa Italiana



può essere domestico o internazionale; si può prevedere uno specialista a supporto della liquidità oppure no).

Gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei titoli nel segmento ExtraMOT PRO sono sintetizzati nei passi dettagliati nelle prossime righe.

Il Documento di Ammissione

La società emittente ha l'obbligo di redigere un Prospetto o in alternativa un Documento di Ammissione. Il Prospetto deve rispondere alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004 in cui si definiscono le informazioni che devono essere contenute, il modello del Prospetto, aspetti relativi alla pubblicazione e alla diffusione. Generalmente il Prospetto viene preferito dalle grandi società che emettono obbligazioni con controvalore a partire da € 200 milioni. Il Documento di ammissione (raccomandabile per emissioni di taglia minore) deve invece seguire le disposizioni del regolamento del segmento ExtraMOT PRO (pubblicato su Internet). In entrambe i casi la società è invitata ad inviare a Borsa Italiana una bozza dell'elaborato per rendere più rapida la procedura di accettazione della richiesta di ammissione.

Il regolamento di ExtraMOT PRO prevede che il documento di ammissione contenga alcune informazioni fondamentali sui seguenti aspetti:

- persone che ricoprono ruoli di responsabilità nella società emittente;
- fattori di rischio dell'emittente;
- informazioni sull'emittente;
- struttura organizzativa;
- compagine azionaria;
- informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazione finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio;
- le caratteristiche degli strumenti finanziari;
- ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione.

Se l'impresa è già quotata su un mercato azionario, i primi sei punti possono essere omessi. I fattori di rischio indicativi che devono essere esplicitati nel documento di ammissione sono: i rischi connessi all'indebitamento; i rischi connessi al mercato in cui la società opera; i rischi dei *covenant* finanziari e impegni previsti nei contratti di finanziamento; i rischi connessi a eventuali contenziosi; i rischi legati alla appartenenza dell'emittente ad un gruppo di imprese (operazioni con parti correlate); i rischi connessi all'attuale congiuntura economica; i rischi di illiquidità delle obbligazioni. Naturalmente questi fattori dipendono dalla specificità dell'azienda, dalla sua tipologia di *business* e dalle caratteristiche dei titoli.

La società è inoltre invitata a spiegare come intende investire o utilizzare il denaro raccolto in occasione dell'emissione.

Pubblicazione dei bilanci

La società emittente è chiamata alla pubblicazione dei propri bilanci d'esercizio, compresi quelli consolidati se disponibili, degli ultimi due esercizi contabili, di cui l'ultimo soggetto alla revisione legale di una società di revisione o ente iscritto all'Albo nel rispetto della normativa descritta nel D.L. 39/2010. Deve inoltre prevedere sul proprio sito Internet una sezione dedicata agli investitori. Su tale sito la società deve pubblicare il Prospetto informativo o il Documento di ammissione, almeno entro la sera precedente l'avviso di ammissione alle negoziazioni (quindi circa due/tre giorni prima della data prevista di quotazione su ExtraMOT PRO).

Attribuzione del codice ISIN

La società deve richiedere a Banca d'Italia l'attribuzione di un codice ISIN, ovvero di un codice identificativo universale associato ai titoli. La richiesta può essere effettuata con un modulo *standard* e inoltrata via Internet al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito di Banca d'Italia. Entro 48 ore la società riceve i codici di accesso con cui può richiedere l'assegnazione del codice ISIN attraverso l'applicazione

online FEAT. La società deve allegare alla richiesta il Regolamento del prestito, il verbale dell'organo di amministrazione che ha approvato la delibera dell'emissione, una dichiarazione in cui si accetta il ruolo di sottoscrittori da parte degli investitori istituzionali. La documentazione prodotta viene considerata provvisoria e poi dovrà essere ritrasmessa in formato definitivo.

La richiesta di ammissione

La società emittente deve redigere su carta intestata la domanda di ammissione utilizzando il modello predisposto da Borsa Italiana, sottoscritto dal legale rappresentante. La richiesta deve contenere una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei titoli seguendo gli schemi dettati da Borsa Italiana; deve poi essere allegato il Documento di Ammissione o il Prospetto, ovvero va indicato dove reperirlo. All'interno della domanda dovranno essere indicati il nome del referente informativo e di un suo sostituto, e il sito Internet dove verrà messa a disposizione l'informativa.

Rimane facoltativa la nomina di un operatore specialista che sostenga la liquidità dei titoli (il cosiddetto *market maker*).

I titoli di debito per poter essere ammessi alle negoziazioni devono essere liquidabili o su Monte Titoli o su Euroclear/Clearstream. Per questo, parallelamente all'istruttoria condotta da Borsa Italiana, subito dopo la richiesta del codice ISIN, l'emittente deve procedere alla richiesta di accentramento dei titoli.

Infine viene pubblicato l'avviso di avvenuta ammissione dei mini-bond alla negoziazione su ExtraMOT PRO. Le prime negoziazioni partiranno di norma dal primo giorno lavorativo successivo alla data di pubblicazione dell'avviso.

Adempimenti post-quotazione

A seguito della quotazione dei mini-bond, l'emittente si deve impegnare a pubblicare regolarmente sul proprio sito Internet:

- il bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla fine dell'esercizio contabile;
- eventuale assegnazione di *rating* pubblico o modifiche del giudizio di *rating*;
- informazioni relative alla società che possano influenzare il valore dei mini-bond (le informazioni *'price-sensitive'*);
- modifiche delle caratteristiche dell'emissione, o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;
- l'informativa tecnica sui titoli, che includa le informazioni sul calcolo degli interessi, l'eventuale rimborso anticipato dei titoli, ed altre eventuali opzioni. In caso di rimborso anticipato, la comunicazione deve avvenire almeno tre giorni prima del rimborso.

L'avvio del mercato: prezzi e scambi

Alla data del 31 dicembre 2014, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su ExtraMOT PRO 87 titoli emessi da 79 società (si veda la Figura 1.7) per un valore nominale complessivo di € 4,6 miliardi.

I titoli erano in gran parte obbligazioni (fra cui un'obbligazione convertibile in titoli azionari, quella di SGG Holding), ma troviamo anche cambiali finanziarie (emesse dalle imprese Buscaini Angelo, ETT, Finanziaria Internazionale Holding e Generalfinance).

In realtà dall'avvio del mercato i titoli ammessi a quotazione risultavano essere 90; nel corso del 2014 si sono registrati tre casi di *delisting*. Si tratta di due cambiali a brevissima scadenza emesse da ETT e regolarmente rimborsate, e di un'obbligazione emessa da Cerved Technologies e rimborsata anticipatamente nel giugno 2014 con i proventi ottenuti dal gruppo attraverso l'Offerta Pubblica Iniziale sul Mercato Telematico Azionario. Tenendo conto anche di questi tre casi, il valore nominale complessivo dei titoli collocati sale a € 4,8 miliardi. Si tratta di un contributo piccolo ma non trascurabile alla raccolta lorda effettuata attraverso titoli obbligazionari dall'intero sistema delle imprese non bancarie italiane nel biennio 2013-2014, che secondo il Bollettino Statistico di Banca d'Italia ammonta a circa € 108 miliardi.

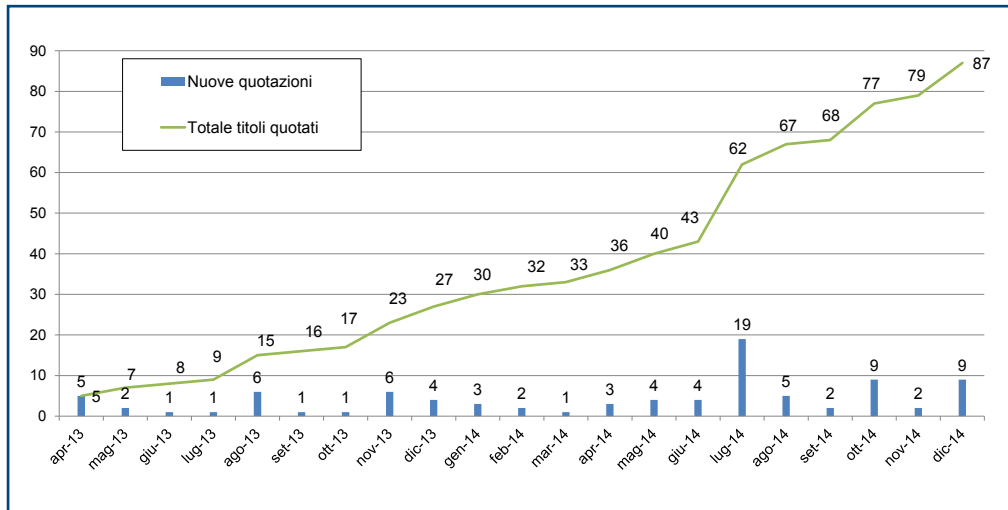


Figura 1.7

ExtraMOT PRO:
flusso delle
ammissioni e numero
totale di titoli
quotati dall'apertura
del mercato al 31
dicembre 2014

Fonte: Borsa Italiana

Dall'avvio del mercato, il flusso di quotazioni si è mantenuto regolare, con un picco registrato in luglio 2014, con ben 19 nuove quotazioni.

Per quanto riguarda il controvalore totale mensile delle emissioni (si veda la Figura 1.8) è possibile notare valori di flussi molto consistenti e superiori a € 500 milioni all'avvio del mercato (in corrispondenza di emissioni di una certa dimensione come quelle di Cerved Technologies, TeamSystem Holding e Sisal Holding). In generale va sottolineato che i collocamenti di maggiore dimensione quotati su ExtraMOT PRO (per la precisione si parla di 15 casi, tutti con valore nominale dell'emissione almeno pari a € 50 milioni) sono stati effettuati sul mercato lussemburghese rivolgendosi ad un *parterre* internazionale di potenziali investitori, con una doppia linea di quotazione in ossequio alle disposizioni della Rule 144 del Securities Act in vigore negli USA.

Nel corso del 2014 su ExtraMOT PRO si sono registrati scambi per un totale di 1.125 contratti, su un controvalore di € 127.660.958 (pari al 2,76% del valore nominale complessivo dei titoli).

Si tratta di numeri contenuti, ma occorre considerare che si tratta di un mercato aperto solo a investitori istituzionali, relativo a una nuova *asset class*, in una fase in cui i fondi dedicati erano virtualmente non esistenti per molti mesi dell'anno.

Solo nel 2015 sarà possibile condurre un primo bilancio significativo dell'esperienza.

I mini-bond in Europa

Si è già evidenziato che in altri Stati europei le imprese sono più propense a utilizzare il mercato mobiliare per finanziarsi, con l'emissione di titoli di debito.

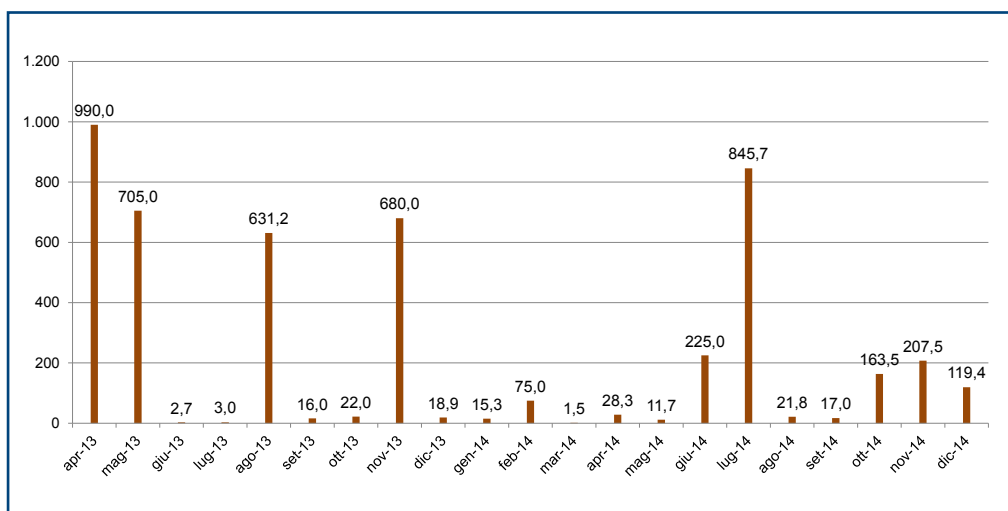


Figura 1.8

**Titoli quotati su
ExtraMOT PRO:**
controvalore mensile
delle ammissioni
(in milioni EUR)
dall'apertura del
mercato al 31
dicembre 2014

Fonte: Borsa Italiana

In Regno Unito già dal 2010 il London Stock Exchange ha aperto una piattaforma di negoziazione dedicata ai mini-bond (Order book for Retail Bonds, ORB). Come suggerisce il nome, si tratta però di un listino regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID e aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di ExtraMOT PRO. I requisiti di ammissione infatti sono gli stessi applicabili al listino borsistico principale. Il taglio di investimento è però molto piccolo, anche 100 sterline, e non può essere superiore a 10.000 sterline. È inoltre obbligatoria la presenza di un *market maker* per assicurare liquidità al titolo.

⁷ Fonte: London Stock Exchange

A fine 2014, il mercato ORB contava nella sua *track record* una cinquantina di emissioni⁷ (fra cui curiosamente alcune condotte dallo stesso London Stock Exchange Group). A causa dei requisiti di ammissione abbastanza stringenti, però, sono state poche le PMI che hanno approfittato di questa opportunità. I responsabili di ORB stimano che, in base a loro analisi, il mercato possa risultare efficiente per qualsiasi emittente che ha bisogno di raccogliere da 20 milioni di sterline in su.

In Germania esistono listini dedicati ai titoli di debito delle PMI nelle diverse piazze finanziarie: Entry Standard a Francoforte, Mittelstandsmarkt a Düsseldorf, Mittelstandsbörse Deutschland ad Amburgo-Hannover ed infine M:access bond a Monaco. A Stoccarda esiste un mercato regolamentato non ufficiale composto da diversi segmenti, uno dei quali è proprio dedicato ai mini-bond, il Bondm. Questo mercato, aperto nel 2010, permette la negoziazione di titoli di debito emessi da PMI destinati sia a investitori professionali che al pubblico *retail*. La sottoscrizione diretta sul mercato primario è permessa senza l'intervento obbligatorio di alcun *underwriter* istituzionale, anche attraverso un canale elettronico ('Bondm subscription box') che deve coprire obbligatoriamente non meno del 50% dell'emissione al fine di permettere agli investitori *retail* di avere la stessa opportunità di sottoscrizione rispetto a quelli professionali.

I titoli quotati nel Bondm hanno taglio minimo pari a € 1.000 e possono anche essere subordinati rispetto alle altre passività finanziarie dell'emittente, a patto che ci sia un *rating* pubblico relativo all'emissione.

L'ammissione al mercato Bondm prevede alcuni requisiti: la pubblicazione di un prospetto informativo approvato dall'Autorità di mercato, la nomina di un *coach* (intermediario che accompagna l'impresa durante l'operazione e garantisce l'assolvimento dei requisiti informativi), la presentazione del bilancio in forma estesa sottoposto a certificazione.

Il Bondm prevede un sistema di *market-making* per assicurare la liquidità dei mini-bond. A fine 2014 risultavano quotati 14 titoli⁸.

⁸ Fonte: Boerse Stuttgart

In Francia i mercati finanziari dedicati alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono tre: i segmenti B e C del mercato regolamentato Euronext, e in più Alternext, un sistema multilaterale di negoziazione. Questi mercati sono destinati sia a investitori professionali che *retail* e prevedono una modalità di emissione dei mini-bond lanciata per la prima volta nel novembre 2012 con l'acronimo 'Initial Bond Offering'.

Il taglio minimo dei mini-bond è pari a € 100 e la durata deve essere compresa tra 5 e 10 anni.

Il controvalore delle emissioni deve essere almeno pari a € 5 milioni su Alternext e € 10 milioni su Euronext.

L'emittente deve rispettare una serie di requisiti per la quotazione dei titoli: innanzitutto deve pubblicare un prospetto informativo certificato da un Regolatore qualificato. Se l'emittente non è già quotato in Borsa (o ha un capitalizzazione di Borsa inferiore a € 100 milioni) è necessario il *rating* pubblico. L'emittente deve inoltre presentare gli ultimi tre bilanci certificati.

Per la quotazione del titolo su Alternext è necessario il supporto di uno *sponsor* durante la fase di pre-quotazione, per garantire che l'impresa rispetti i requisiti informativi dopo il collocamento. Sono previsti anche altri due soggetti: l'*advisor* e l'*avocat*. Il primo svolge il ruolo di supporto alla redazione dei documenti e alla strutturazione dell'operazione, mentre il secondo è specializzato negli aspetti legali. Gli investitori *retail* possono sottoscrivere i titoli attraverso banche e *broker* durante una finestra di sottoscrizione di

durata tra le 3 e 5 settimane. Una volta conclusa la sottoscrizione, i titoli sono ammessi a quotazione.

Le imprese emittenti sono chiamate a pubblicare informazioni su eventi che potrebbero influenzare il valore dei titoli emessi. In particolare le imprese quotate sui segmenti B e C di Euronext devono seguire la direttiva Europea 2004/109/EG, mentre le società che hanno scelto Alternext devono seguire delle regole *ad hoc*.

Da notare che in Francia vi sono benefici fiscali per i sottoscrittori di mini-bond. In particolare, le persone fisiche residenti che detengono i titoli per almeno cinque anni godono della riduzione fino al 50% dell'imposta patrimoniale che grava sull'investimento (fino a una soglia massima di € 45.000) e di una detrazione sull'imposta sul reddito, pari al 18% dell'investimento (con un massimale di € 9.000 esteso a € 16.000 per le famiglie). A fine 2014 risultavano quotati su Alternext una quarantina di mini-bond⁹. Va anche sottolineato che il mercato Euronext nel 2013 ha creato una piattaforma di assistenza specifica per le PMI, dedicata sia al mercato delle azioni sia a quello dei mini-bond, sotto il nome di EnterNext.

⁹ Fonte: NYSE Euronext

In Spagna nel 2013 è stato aperto un mercato di titoli di debito dedicato alle PMI, il Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf), gestito dalla società Bolsa y Mercados Españoles.

Nel Marf sono quotate sia cambiali finanziarie che obbligazioni. Le obbligazioni sono destinate solo a investitori professionali, hanno taglio minimo pari a € 100.000 e possono essere emesse da società per azioni e società a responsabilità limitata.

Le imprese emittenti per essere ammesse alla quotazione sul Marf devono soddisfare dei requisiti: essere iscritte al registro delle imprese, fornire lo statuto societario e la delibera dell'emissione, pubblicare gli ultimi due bilanci annuali certificati e l'informativa sul rischio oppure sulla solvibilità fornite da agenzie autorizzate. In seguito alla quotazione l'emittente deve impegnarsi a pubblicare le informazioni *price sensitive*.

Durante il processo di emissione è prevista la figura dell'*advisor* che supporta l'emittente nel compito di rispettare le normative fino alla scadenza del titolo. Non è necessario il *rating*, ma bastano le informative citate prima su rischio o solvibilità. L'intervento del *liquidity provider* non è obbligatorio nel mercato secondario.

A fine dicembre 2014 risultavano quotati sul Marf 22 mini-bond, emessi da 10 società diverse¹⁰.

¹⁰ Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

Altra esperienza interessante è quella della Norvegia, dove nel 2005 è nato un mercato non regolamentato, il Nordic ABM, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* fino a 12 mesi di durata (equivalenti alle cambiali finanziarie italiane). Il listino è suddiviso in due segmenti (uno aperto solo a investitori istituzionali, l'altro accessibile anche a investitori *retail*) in funzione del valore nominale del titolo (rispettivamente superiore o inferiore a 500.000 corone norvegesi, circa € 55.000). Il taglio dell'emissione deve essere superiore a 2 milioni di corone norvegesi, ovvero circa € 220.000. La procedura di ammissione è molto simile a quella di ExtraMOT PRO. A fine 2014 risultavano quotati sul Nordic ABM più di 1.000 mini-bond, emessi da circa 250 imprese (in gran parte del settore finanziario)¹¹.

¹¹ Fonte: Oslo Børs



2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le prime imprese che hanno approfittato della riforma normativa descritta nelle pagine precedenti e dell'apertura del segmento borsistico ExtraMOT PRO per collocare sul mercato mini-bond. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e in particolare considerare gli obiettivi di finanziamento.

Il campione considerato: statistiche descrittive

Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 13), alla data del 31 dicembre 2014 risultavano aver collocato mini-bond sul mercato italiano 86 imprese. L'elenco delle imprese è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 96). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato mini-bond più volte, in date diverse. Si tratta di ETT (che ha collocato 4 cambiali finanziarie), IFIR (3 emissioni), Primi sui Motori, Rhino Bondco, Dinamica Retail, Finanziaria Internazionale Holding, Antin Solar Investment (2 emissioni per ciascuna impresa).

Il campione è composto da:

- 76 società per azioni (SpA, pari all'88,4% del totale);
- 7 società a responsabilità limitata (Srl, 8,1% del totale)
- 2 società cooperative (2,3%)
- 1 società di diritto estero (1,2%).

Le emittenti si suddividono quasi equamente fra PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo¹) e non-PMI. Nel primo gruppo abbiamo 34 imprese (pari al 39,5%).

La Figura 2.1 segmenta il campione in funzione della dimensione dell'impresa, espressa dal fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione. Si noti che la classe più numerosa è quella fra € 50 e € 100 milioni (con 19 osservazioni, pari al 22% del totale) seguita dal gruppo fra € 100 e € 500 milioni (16 casi, pari al 19%). È interessante notare che 14 imprese mostravano un fatturato inferiore a € 10 milioni (di cui la metà addirittura inferiore a € 2 milioni). Quest'ultima evidenza potrebbe risultare in contrasto con l'esclusione della riforma dei mini-bond delle 'micro-imprese' ma si

¹ Secondo la Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea le PMI sono definite come imprese il cui organico sia inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a 43 milioni di euro

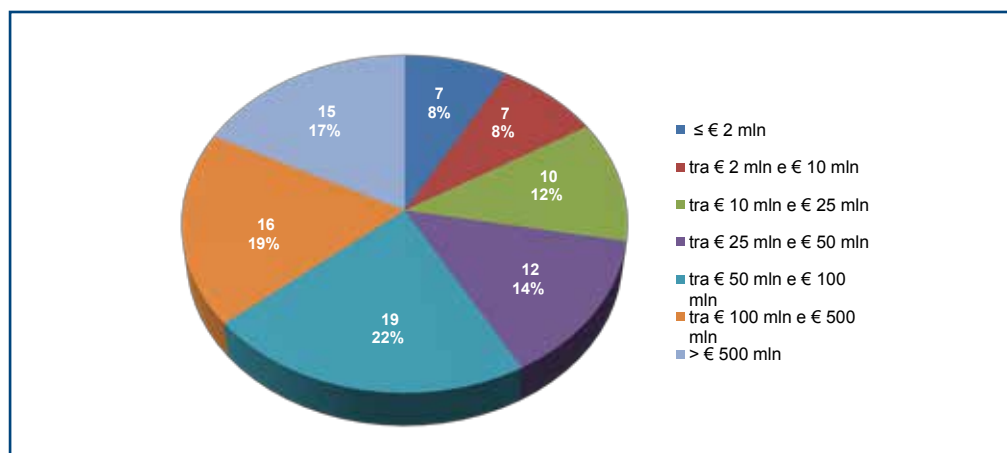
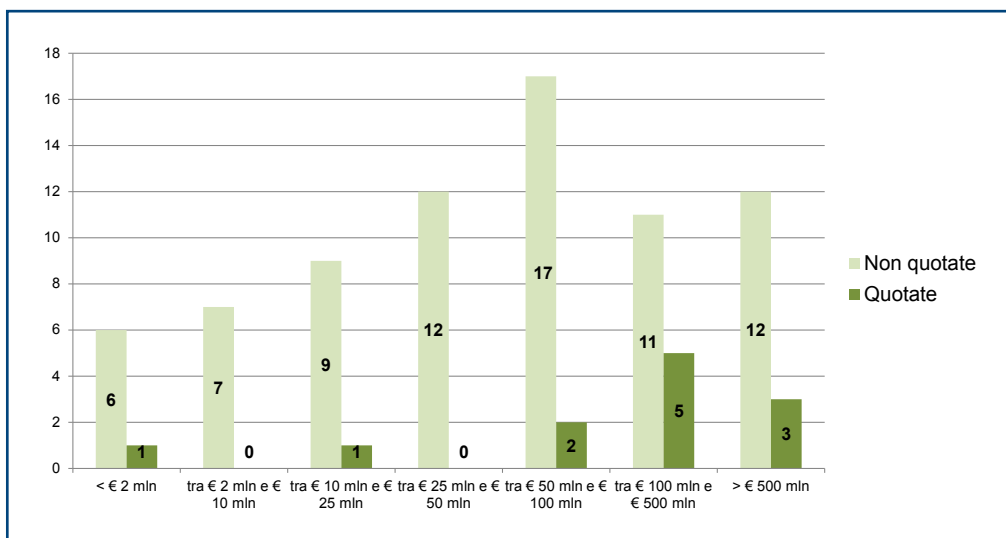


Figura 2.1

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato. Campione: 86 imprese

Figura 2.2
Segmentazione delle imprese emittenti fra quotate e non quotate sul mercato borsistico, per classe di fatturato consolidato. Campione: 86 imprese



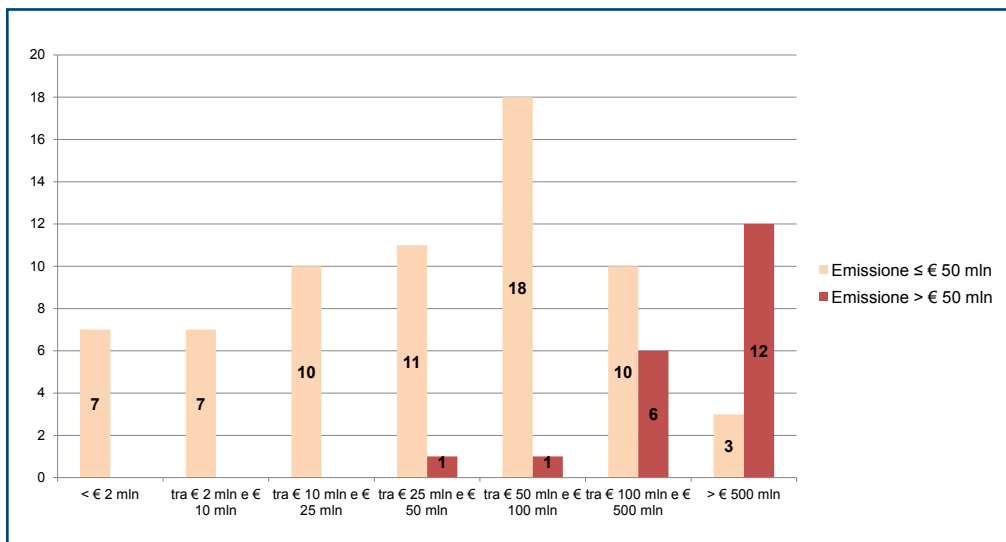
ricorda che per essere classificate come tali le società devono rispettare altri due requisiti relativi all'organico di addetti e alla consistenza dell'attivo di bilancio. Va da sè che le imprese in questione non rispettavano almeno uno di questi vincoli, e quindi hanno potuto collocare i mini-bond.

La Figura 2.2 suddivide il campione ulteriormente, considerando se il capitale di rischio dell'emittente è quotato in Borsa. Come si vede, abbiamo 12 imprese (il 13,9% del campione) che al momento dell'emissione di mini-bond erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 7 di esse erano quotate sul mercato telematico azionario di Borsa Italiana, 1 sul listino MIV dedicato agli *investment vehicles*, 3 erano quotate su AIM Italy, il segmento per le imprese a più bassa capitalizzazione (come le PMI) e 1 su un listino estero (Hong Kong). Non sorprende che lo status di società già quotata sia più frequente (anche se con eccezioni) per le emittenti con fatturato consolidato più elevato.

La Figura 2.3 utilizza invece come variabile discriminante la dimensione dell'emissione, in termini di valore nominale del collocamento fatto dall'impresa. In particolare la soglia utilizzata è pari a € 50 milioni². Anche in questo caso non sorprende la correlazione positiva fra fatturato e controvalore dell'emissione. Vi sono però casi di imprese che decidono di emettere mini-bond per un importo limitato rispetto al fatturato consolidato del gruppo (meno del 10% in 3 casi) così come abbiamo il caso di un'impresa che ha raccolto una somma superiore rispetto al proprio fatturato. Le informazioni circa le caratteristiche delle emissioni saranno meglio esaminate nel Capitolo 3.

² Nel caso di imprese con più di una emissione registrata, per la statistica viene considerato il valore massimo delle diverse emissioni

Figura 2.3
Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato (sulle ascisse). Campione: 86 imprese



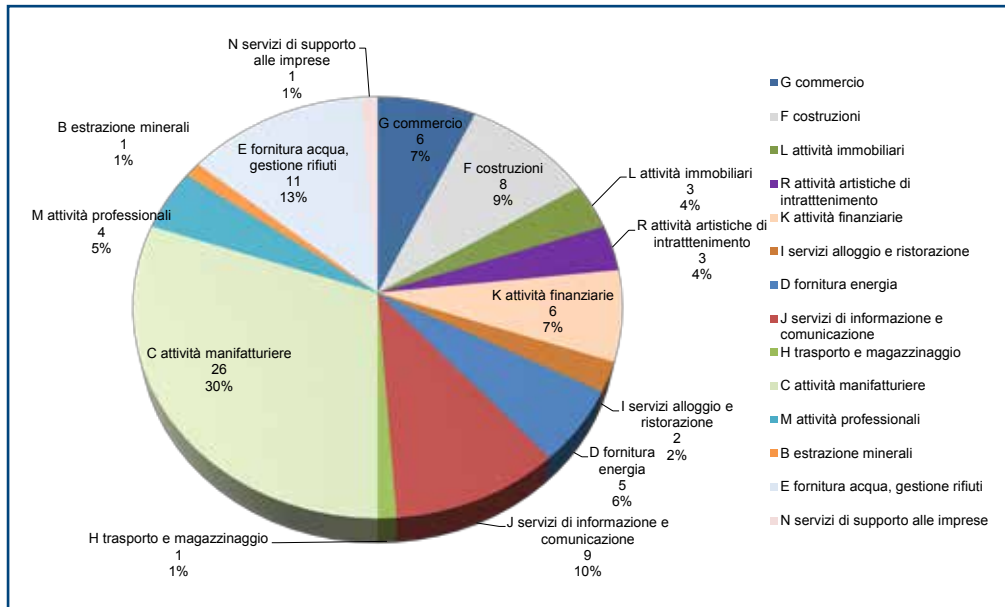


Figura 2.4

Segmentazione delle imprese emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 86 imprese

La Figura 2.4 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO. Si nota che il settore più rappresentato è quello delle attività manifatturiere (con 26 casi pari al 30% del campione), seguito dalla fornitura di acqua e gestione rifiuti (11 casi, pari al 13%; il dato è fortemente influenzato dalla presenza di ben 8 società di gestione del ciclo idrico integrato - si veda il Box 2.1). Il gruppo 'sistemi di informazione e comunicazione' contempla 9 casi (pari al 10%). Abbiamo anche 6 società che appartengono al settore finanziario; riconoscendo che esse potrebbero mostrare differenze rispetto alle altre imprese in termini di competenze finanziarie e accesso ai mercati, in alcune statistiche successive il loro contributo sarà evidenziato a parte. Di queste, la metà mostra un fatturato compreso fra € 2 milioni e € 10 milioni, un paio hanno un fatturato compreso fra € 50 milioni e € 100 milioni, mentre la rimanente appartiene al gruppo con fatturato minore di € 2 milioni.

In generale si può dire che c'è una rappresentanza abbastanza diffusa di tutte le categorie merceologiche. Osservando però la distinzione fra PMI e grandi imprese (si veda la

Nel luglio 2014 8 società per azioni a controllo pubblico, titolari del servizio di gestione idrica integrata in alcune province nel Veneto, hanno deciso di collocare altrettante emissioni di mini-bond, presto ribattezzate sul mercato 'hydro-bond'.

Gli enti a cui ci si riferisce sono: Acque del Basso Livenza SpA, Acque del Chiampo SpA, Acque Vicentine SpA, Alto Vicentino Servizi SpA, Azienda Servizi Integrati SpA, BIM Gestione Servizi Pubblici SpA, Centro Veneto Servizi SpA ed ETRA SpA. Si tratta di società che aderiscono alla società consortile ViverAcqua.

I titoli, quotati su ExtraMOT PRO, hanno una scadenza eccezionalmente lunga (vent'anni) e pagano una cedola del 4,2%. L'emissione ha permesso agli enti di raccogliere € 150 milioni, che andranno a finanziare metà dell'ambizioso piano consortile di investimenti previsto per i prossimi anni (728 interventi di miglioramento delle infrastrutture di acquedotti e depuratori in Veneto per un fabbisogno di € 300 milioni).

L'operazione è stata strutturata da Finint come *lead arranger* e dalla finanziaria regionale Veneto Sviluppo come *co-arranger* e parziale garante. L'unico sottoscrittore dei mini-bond è la società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti Viveracqua Hydrobond 1 Srl. La Banca Europea per gli Investimenti (BEI) figura come investitore principale nelle *asset-backed securities* originate dalla cartolarizzazione (e a loro volta quotate in Lussemburgo) insieme ad altri soggetti quali il fondo pensione Solidarietà Veneto e la Cassa Rurale ed Artigiana di Brendola.

Si tratta di un caso interessante sia per la finalità dell'operazione (investimenti per la gestione di servizi pubblici, difficilmente finanziabili con fondi propri), sia per l'operazione di cartolarizzazione effettuata (una delle prime nel contesto dei mini-bond), sia per l'intervento di *credit enhancement* attraverso la garanzia di Veneto Sviluppo.

Box 2.1

Gli 'hydro-bond' in Veneto

Figura 2.5
Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività. Campione: 86 imprese

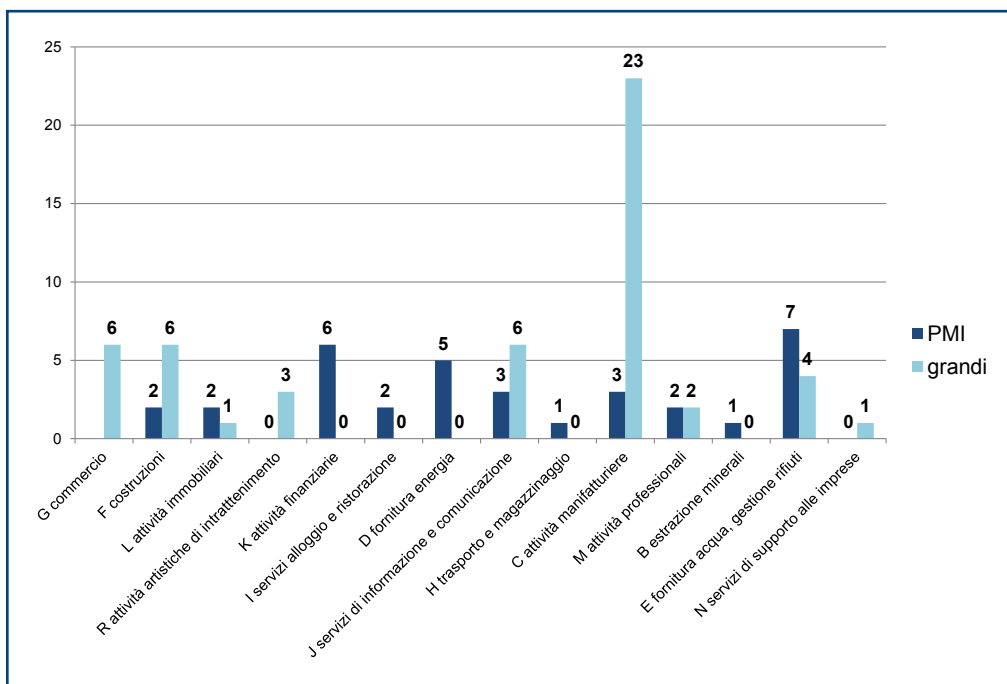


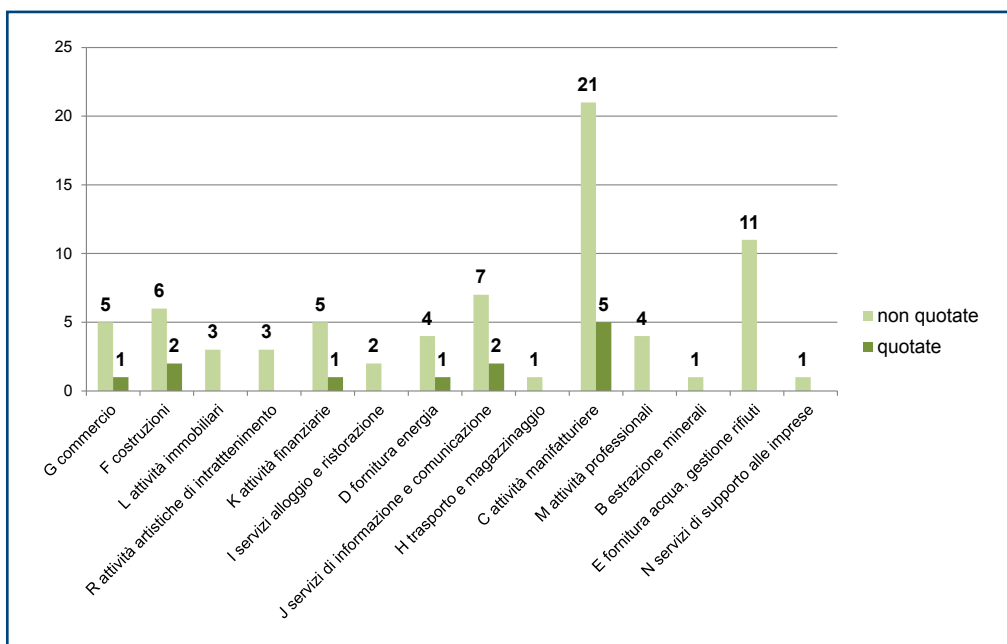
Figura 2.5) risalta la concentrazione delle grandi imprese nel settore manifatturiero. Le PMI invece sono relativamente più disperse in diversi settori e sono invece largamente sotto-rappresentate proprio nel settore manifatturiero, dove pure esistono realtà di eccellenza guardando al contesto italiano.

La Figura 2.6 nell’ambito della suddivisione settoriale evidenzia la distribuzione fra società già quotate e non. Non si notano polarizzazioni particolari: le società quotate appartengono ai settori più rappresentativi del campione dal punto di vista numerico.

La Figura 2.7, se confrontata con la Figura 2.4, evidenzia che nel settore manifatturiero - pure dominato dalle grandi imprese - le dimensioni di collocamento tendono ad essere sotto € 50 milioni. L’incidenza dei collocamenti di maggiore dimensione è apprezzabile nel settore delle costruzioni.

Passando ora a esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, si nota l’assoluta preponderanza delle regioni del Nord (Figura 2.8).

Figura 2.6
Segmentazione delle emittenti fra società quotate e non, per settore di attività. Campione: 86 imprese



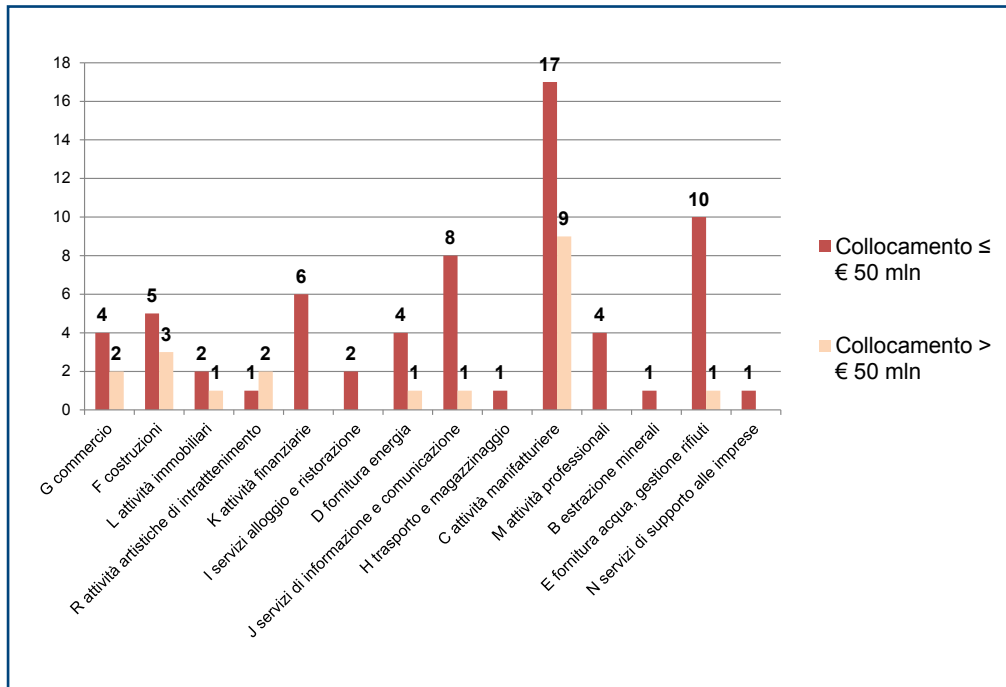


Figura 2.7

Segmentazione delle emittenti per dimensione del collocamento e per settore di attività. Campione: 86 imprese

In Lombardia sono localizzate 28 società emittenti (circa un terzo del totale). Seguono Veneto, Emilia Romagna e Piemonte. Nel complesso ben l'80% delle imprese che hanno emesso mini-bond fino al 31 dicembre 2014 risiedeva a nord degli Appennini. Nelle regioni del Centro emerge il Lazio (con 5 imprese). Nel Sud le imprese che hanno collocato mini-bond rappresentano ancora casi sporadici. Si nota anche la presenza di una società con sede legale in Lussemburgo (TE Wind SA), le cui azioni sono quotate su AIM Italy. Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono tutte al Nord o al Centro. Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 11 imprese, seguita dal Veneto (7) e dal Lazio (3). È interessante però osservare che le imprese emittenti del Nord sono per un terzo PMI, al Centro l'incidenza sale al 45,4%, mentre tutte le imprese del Sud sono PMI. Nel campione avevamo evidenziato anche la presenza di 5 società finanziarie, che sono localizzate in Campania (2), in Lombardia, Veneto e Molise (1 ciascuno).

I costi del collocamento

Inevitabilmente nella valutazione strategica della convenienza dell'emissione di mini-

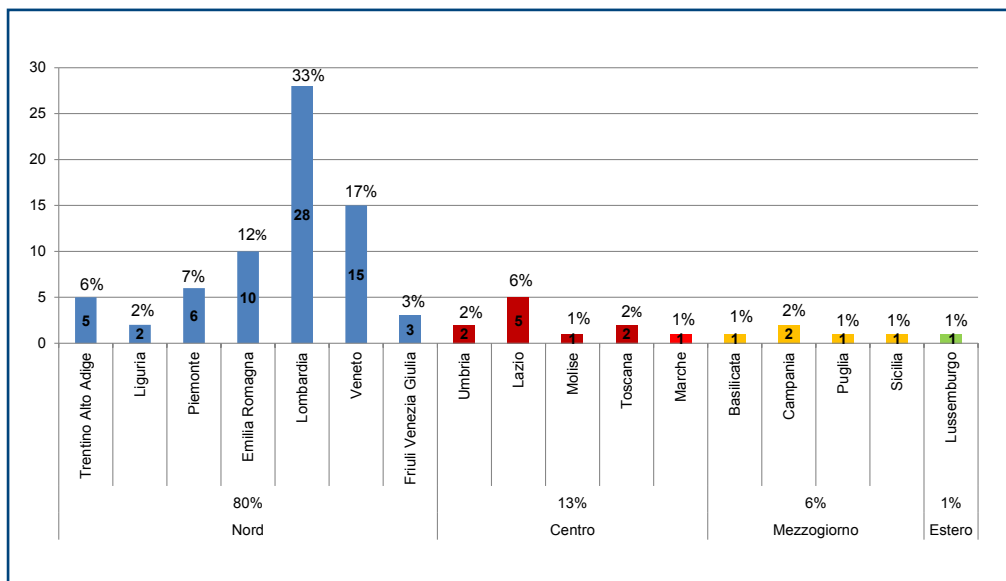


Figura 2.8

Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale. Campione: 86 imprese

bond, l'impresa andrà a considerare i costi dell'operazione, legati agli adempimenti obbligatori diretti e ad eventuali azioni (non obbligatorie) mirate comunque a ridurre le asimmetrie informative fra mercato e impresa, e a dare maggiori garanzie ai sottoscrittori. Tali costi possono essere così riassunti, nell'ipotesi del collocamento presso una serie di investitori istituzionali:

- eventuali atti notarili (ad esempio la modifica dello Statuto per le Srl, se non prevede la possibilità di emettere titoli mobiliari di debito) e registrazioni di contratti;
- richiesta del codice ISIN, dematerializzazione e accentramento dei titoli presso un ente autorizzato;
- certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;
- consulenza eventuale di un *advisor* finanziario all'emissione (da una *survey* condotta fra gli operatori indicativamente il costo richiesto è fra il 2% e il 3% del capitale collocato);
- nomina eventuale di un *arranger* (che può anche coincidere con l'*advisor*) per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i mini-bond (indicativamente il costo *una tantum* è pari allo 0,5% del capitale collocato);
- coinvolgimento di uno studio legale per la verifica dei documenti;
- eventuale quotazione su un listino borsistico (ad esempio per ExtraMOT PRO si vedano i corrispettivi richiesti da Borsa Italiana esplicitati nel Capitolo 1);
- gestione del sito Internet e in generale dell'informativa richiesta dall'investitore e/o dal listino borsistico;
- emissione eventuale del *rating*: per il primo anno l'importo indicativo è fra € 15.000 e € 20.000 per una PMI (intorno a € 40.000 per una società di maggiore dimensione); per gli anni successivi il costo si riduce di circa il 40%.

Come ricordato nelle pagine precedenti, i costi di emissione sono fiscalmente deducibili. Il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell'impresa, sia dalla complessità dell'emissione (legata ad esempio alla presenza di eventuali clausole legali o *covenant*), sia dagli sforzi necessari per il collocamento (se l'interlocutore è un singolo fondo di investimento, non sarà necessario probabilmente individuare altri canali di sottoscrizione).

Le motivazioni del collocamento

Attraverso documenti pubblicamente disponibili (in particolare i regolamenti dei prestiti e gli articoli della stampa specializzata) sono state analizzate le motivazioni che hanno spinto le imprese ad emettere i mini-bond.

In particolare sono state identificate quattro motivazioni principali:

1. il finanziamento della crescita 'interna', ovvero la raccolta di risorse finanziarie per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, piuttosto che in nuovi prodotti o nuovi mercati;
2. il finanziamento della crescita 'esterna', ovvero il sostegno a eventuali acquisizioni di altre imprese o divisioni;
3. la ristrutturazione del passivo dell'impresa, ovvero la rimodulazione del *mix* di finanziamento da terzi; in tal caso la liquidità raccolta servirà per rimborsare debiti in scadenza, ad esempio di natura bancaria;
4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa; in tal caso il mini-bond soddisfa l'esigenza di breve termine di assicurare l'equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti.

La Figura 2.9 suddivide il campione delle imprese in funzione della motivazione principale dichiarata³. Si nota che la determinante principale è il finanziamento della crescita interna, che riguarda il 49% delle imprese. Seguono a pari livello l'obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo e la volontà di raccogliere capitale per finanziare future acquisizioni esterne (22%). In 4 casi il mini-bond assicura il finanziamento del capitale circolante. In 2 casi gli obiettivi erano di natura generica e non chiaramente riconducibili a una delle categorie.

³ Nel caso di imprese che hanno collocato più emissioni, viene considerata la motivazione dominante.

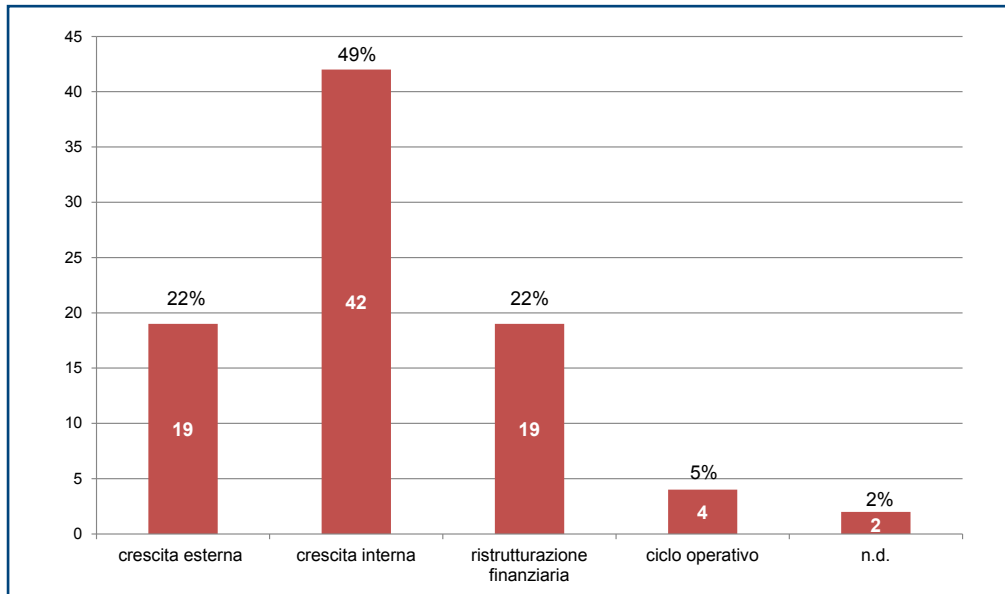


Figura 2.9

Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond. Campione: 86 imprese

L'emissione obbligazionaria attribuita a Primat Srl (che peraltro non viene considerata nel nostro campione in base ai criteri metodologici adottati) può essere identificata come una delle prime operazioni di *leveraged buy-out* (LBO) finanziata da un fondo di *private debt*.

L'operazione vede coinvolti tre soggetti principali: la società lecchese Primat Srl, attiva nella realizzazione di trattamenti a base di zinco destinati ai rivestimenti di componenti meccanici, il fondo di *private debt* Muzinich e l'operatore di *private equity* Wise SGR.

L'emittente tecnicamente è una *newco* (WPR SpA) controllata al 100% dal fondo Wisequity III di Wise SGR, costituita nel novembre 2014 e dotata di un patrimonio netto pari a € 12 milioni (più un finanziamento soci da € 5 milioni); questa società ha emesso una singola obbligazione per un importo pari a € 15 milioni sottoscritta dal fondo Italian Private Debt gestito da Muzinich (si veda il Capitolo 5). Le obbligazioni scadono dopo 7 anni, pagano una cedola variabile (Euribor + 6%) e prevedono un pegno sulle azioni dell'emittente come garanzia.

Il capitale raccolto dai due fondi attraverso debito ed *equity* è servito quindi per l'acquisizione della società Primat, da parte del veicolo di proprietà del fondo Wise.

Tipicamente in una operazione di LBO il veicolo che acquisisce la società *target* è destinato a fondersi con essa, e il debito contratto verrà remunerato e rimborsato attraverso i *cash flow* dell'impresa acquisita. Infatti la garanzia sull'obbligazione prevede un pegno anche sulle azioni della società in corso di acquisizione e sui beni mobili post-fusione.

Box 2.2

Il caso Primat Srl: un mini-LBO finanziato con obbligazioni

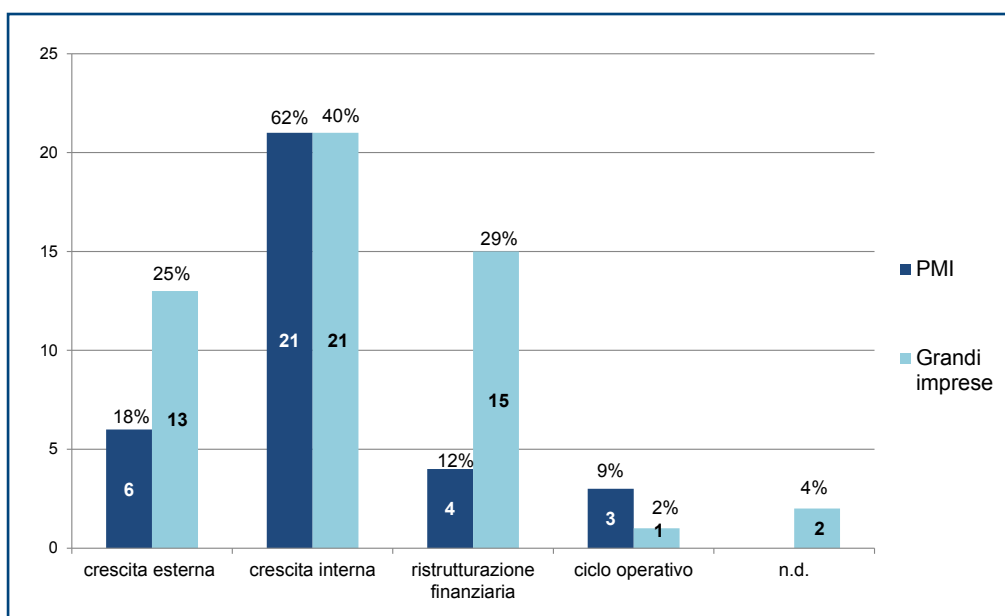


Figura 2.10

Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 86 imprese

Se andiamo a suddividere il campione fra PMI e grandi imprese (si veda la Figura 2.10), notiamo che le motivazioni legate alla crescita, soprattutto interna, contraddistinguono più frequentemente le PMI. Questo obiettivo risulta prioritario infatti per il 62% delle PMI emittenti, contro invece il 40% per le grandi imprese. Queste ultime ricorrono più frequentemente ai mini-bond per ristrutturare il debito (nel 29% dei casi contro solo il 12% per le PMI). Le grandi imprese sembrano infine più inclini a considerare future acquisizioni (nel 25% dei casi) che sono invece meno alla portata delle PMI (tale obiettivo è dichiarato solo dal 18% delle imprese di piccola e media dimensione).

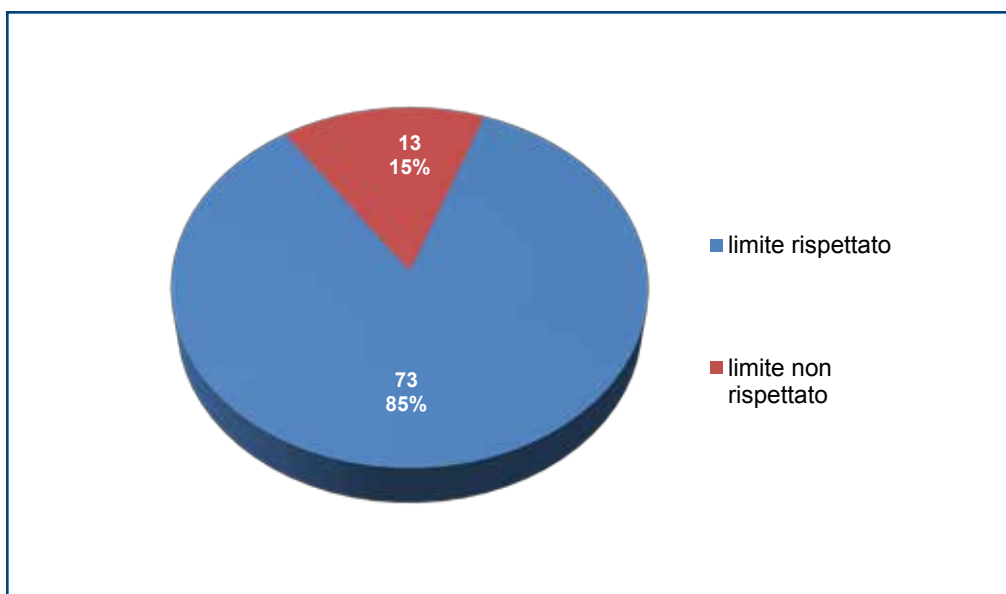
Considerando le imprese emittenti già quotate in Borsa, la crescita esterna è l'obiettivo nel 23% dei casi: per queste società - i cui titoli azionari sono già quotati sul mercato - è inevitabilmente più semplice condurre un'acquisizione.

Interessante sottolineare che l'internazionalizzazione è citata spesso esplicitamente come obiettivo di investimento (si sono individuati 12 casi in tal senso)

In conclusione di questo Capitolo, dedicato all'analisi delle imprese che hanno emesso mini-bond, ci si pone una semplice domanda: quante fra queste imprese non avrebbero potuto collocare obbligazioni o cambiali finanziarie, senza le innovazioni normative introdotte a partire dal 2012?

Per rispondere a questo interrogativo sono state selezionate le imprese non quotate sul mercato azionario che al momento del collocamento di mini-bond presentavano un valore del patrimonio netto inferiore alla metà del controvalore nominale dell'emissione, e che quindi in base alle 'vecchie' normative non avrebbero potuto ricorrere al mercato mobiliare del debito. La Figura 2.11 mostra che si tratta di 13 imprese su 86 (pari al 15%). Almeno nella prima fase di sviluppo del mercato dei mini-bond, si può dunque dire che la normativa ha avuto un impatto importante ma non strettamente necessario, almeno per la gran parte delle emissioni. È comunque innegabile che indirettamente le riforme abbiano giocato un ruolo propulsore anche verso quelle imprese che teoricamente avrebbero già potuto finanziarsi attraverso i mini-bond, ma che hanno trovato negli incentivi sulla deducibilità degli oneri e nello sviluppo di un'industria strutturata le opportunità fondamentali e l'ambiente adatto.

Figura 2.11
**Imprese emittenti
 che non avrebbero
 potuto collocare
 mini-bond in base
 alla normativa prima
 del 2012.**
 Campione: 86
 imprese



3. Le emissioni

Dopo avere esaminato nel Capitolo precedente le caratteristiche delle imprese emittenti, passiamo ora alla rassegna delle caratteristiche delle emissioni.

Statistiche descrittive

Le emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio fino al 31 dicembre 2014, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 96. L'elenco completo è riportato in Appendice.

La Figura 3.1 descrive l'andamento temporale delle emissioni di mini-bond a partire dall'entrata in vigore delle riforme iniziate con il Decreto 'Sviluppo' del 2012. Si può notare una prima fase caratterizzata da emissioni abbastanza sporadiche: come si è evidenziato nel Capitolo 1, in questo periodo alcune imprese non quotate in Borsa hanno effettivamente approfittato delle agevolazioni introdotte, ma si tratta in generale di emissioni sopra la soglia di € 500 milioni, che non rientrano nella definizione da noi adottata di mini-bond. È il caso, per citare alcuni esempi, di Cerved Technologies (emissione contemporanea di 3 obbligazioni per un controvalore totale di € 780 milioni), Wind Acquisition Finance (emissione contemporanea di 2 obbligazioni per circa € 600 milioni), Ferrovie dello Stato (emissione di 2 obbligazioni per importi singoli superiori a € 500 milioni). I primi segnali di crescita arrivano nella seconda metà del 2013 (6 emissioni in agosto 2013, 7 nel mese di novembre) e soprattutto nella seconda metà del 2014 (il massimo flusso si è registrato in luglio 2014 con 18 emissioni).

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni. Abbiamo però anche 7 cambiali finanziarie (si veda il Box 3.1), pari al 7,3% del campione. Inoltre uno dei collocamenti effettuati da IFIR S.p.A., con scadenza 18 mesi, viene identificato nel Regolamento emesso come semplice 'titolo di debito'.

La Figura 3.2 descrive invece l'andamento temporale rispetto al controvalore delle emissioni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2014 è pari a € 5,7 miliardi. Se teniamo

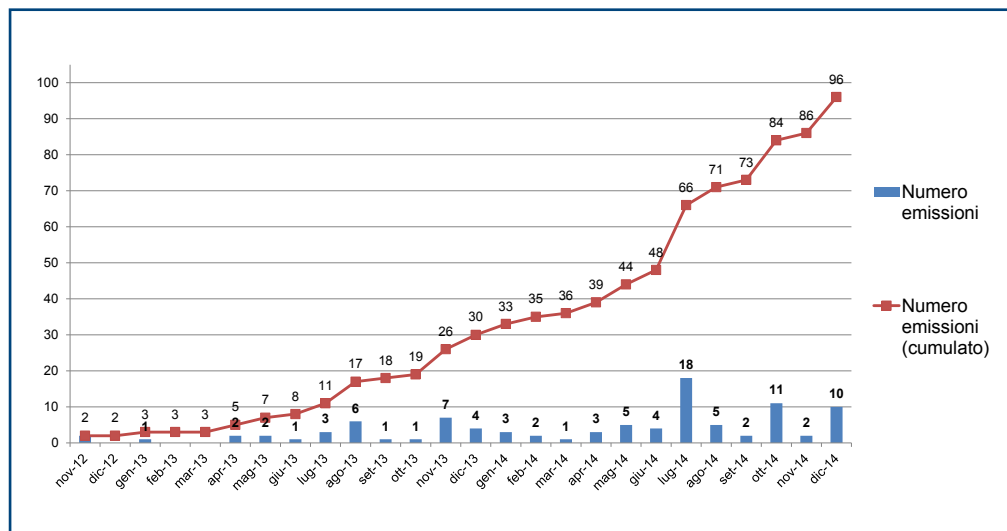


Figura 3.1
Flusso temporale delle emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2014. Campione: 96 emissioni

Box 3.1
Le cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie sono state introdotte nell'ordinamento italiano dalla Legge 43/1994. Si tratta di titoli di credito all'ordine emessi in serie ed aventi una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione (in origine le scadenze minime e massime erano state fissate rispettivamente a tre mesi e a un anno). Sono classificate come strumenti di raccolta del risparmio e devono essere emesse con la clausola 'senza garanzia' per tutelare il girante in caso di inadempimento dell'emittente.

Il Decreto 'Sviluppo' del 2012 ha semplificato l'emissione di cambiali finanziarie, anche in forma dematerializzata per il tramite di una società autorizzata alla gestione accentrata di strumenti finanziari. Le società non quotate sui mercati borsistici possono ora emettere cambiali finanziarie con l'assistenza fornita da uno 'sponsor' che supporta l'emissione di detti titoli, sempre che il loro bilancio sia certificato da una società di revisione. Lo sponsor è un intermediario finanziario e assiste l'emittente in tutte le fasi del collocamento; deve segnalare, per ciascun emittente, se l'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente, come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato. Deve anche classificare pubblicamente l'emittente in una fra almeno 5 categorie di qualità creditizia. Egli deve inoltre sottoscrivere una porzione del collocamento (secondo determinate percentuali comprese fra il 2% e il 5%).

Sono previste deroghe agli obblighi che riguardano il ruolo dello sponsor solo se l'emissione è fatta da una grande impresa ed è garantita almeno parzialmente da un soggetto terzo.

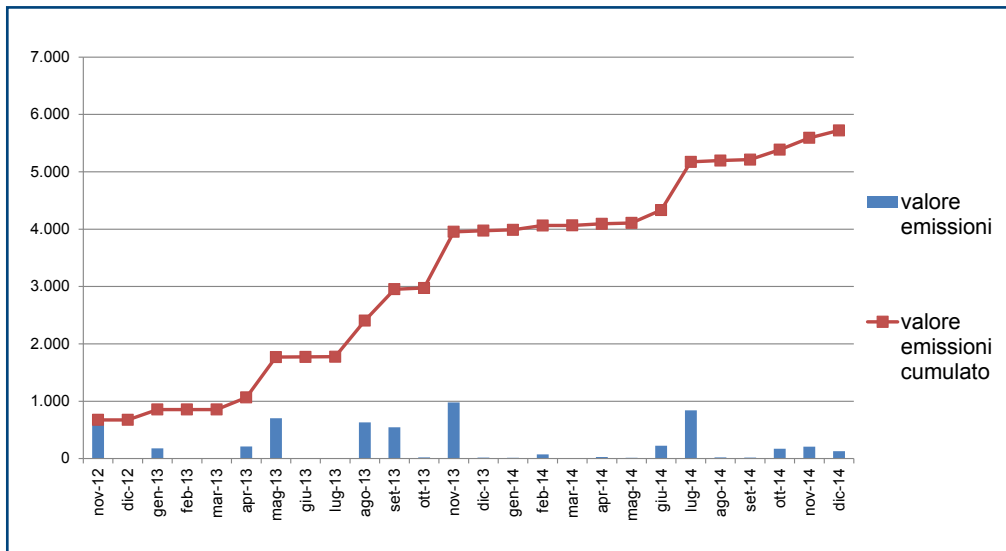
Così come le obbligazioni, anche le cambiali finanziarie possono essere sottoscritte solo da investitori professionali.

Alla data del 31 dicembre 2014, fra i mini-bond censiti dall'Osservatorio risultavano presenti 7 cambiali finanziarie, descritte nella seguente Tabella, per un ammontare nominale totale pari a € 20 milioni. Le scadenze risultano comprese fra 2 mesi e 2 anni. Al momento, UnicaSIM è leader fra gli sponsor (in due casi l'emittente era una grande impresa e quindi in base a quanto riportato nelle righe precedenti non era obbligatoria la nomina). Si può prevedere che questo strumento si diffonderà ulteriormente (altre operazioni sono già arrivate nelle prime settimane del 2015), rappresentando un'interessante opportunità di finanziamento del capitale circolante, in alternativa rispetto all'offerta bancaria.

Tabella 3.1
Le emissioni di cambiali finanziarie classificabili come 'mini-bond'

Emittente	Data emissione e scadenza	Valore nominale	Cedola annuale	Sponsor
Buscaini Angelo srl	Aprile 2013 (2 anni)	EUR 10.000.000	7%	Non previsto
ETT spa	Dicembre 2013 (9 mesi)	EUR 500.000	6%	UnicaSIM
ETT spa	Maggio 2014 (7 mesi)	EUR 500.000	5,85%	UnicaSIM
ETT spa	Agosto 2014 (7,5 mesi)	EUR 350.000	5,7%	UnicaSIM
Finanziaria Int. H. spa	Novembre 2014 (2 mesi)	EUR 7.000.000	2,5%	Non previsto
ETT spa	Dicembre 2014 (8 mesi)	EUR 650.000	5,5%	UnicaSIM
Generalfinance spa	Dicembre 2014 (6 mesi)	EUR 1.000.000	5%	UnicaSIM

Figura 3.2
Flusso temporale del controvalore di emissione di mini-bond fino al 31 dicembre 2014. Campione: 96 emissioni



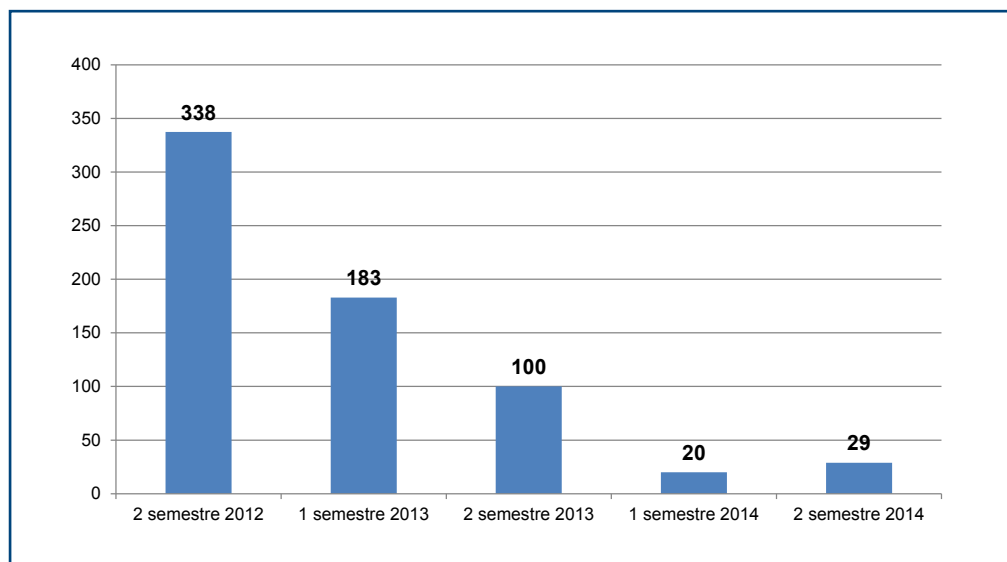


Figura 3.3

Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni EUR). Campione: 96 emissioni

conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 336,5 milioni mentre se consideriamo solo le emissioni inferiori a € 50 milioni (fatte da grandi imprese e PMI), il capitale collocato ammonta a € 726,3 milioni. Le emissioni caratterizzate da un importo inferiore o uguale a € 50 milioni sono la maggioranza (75, pari al 78,1% del campione) mentre le altre emissioni (21, pari al 21,9%) risultano sotto la soglia identificata.

Rispetto alla Figura 3.1, si nota una crescita della raccolta abbastanza regolare già dal 2013, poichè in quell'anno la dimensione media dei collocamenti era superiore rispetto a quella del 2014. Ciò è bene evidenziato dalla Figura 3.3, che riporta il dato sul valore medio del collocamento in ogni semestre. Si passa da € 338 milioni (secondo semestre 2012) fino a € 20 milioni nel primo semestre 2014, valore pressochè stabile come ordine di grandezza nel secondo semestre 2014 (€ 29 milioni).

La Figura 3.4 disaggrega il profilo temporale delle emissioni rispetto alla dimensione dell'emittente (PMI o grande impresa), confermando l'assenza delle piccole e medie imprese dal mercato fino a giugno 2013 (la prima emittente di piccole dimensioni è stata Fide SpA seguita pochi giorni dopo da Caar SpA). In totale le emissioni fatte da PMI sono 43 (il 44,8%) contro le 53 fatte da grandi imprese (pari al 55,2%).

La Figura 3.5 distingue invece le emissioni fatte da società già quotate su un mercato borsistico azionario rispetto alle altre. Nel primo caso si tratta di 13 collocamenti (il 13,5% del campione) mentre la maggioranza dei mini-bond è stata emessa da imprese non quotate (83 casi, pari all'86,5%). Non si notano tendenze particolari, a testimoniare

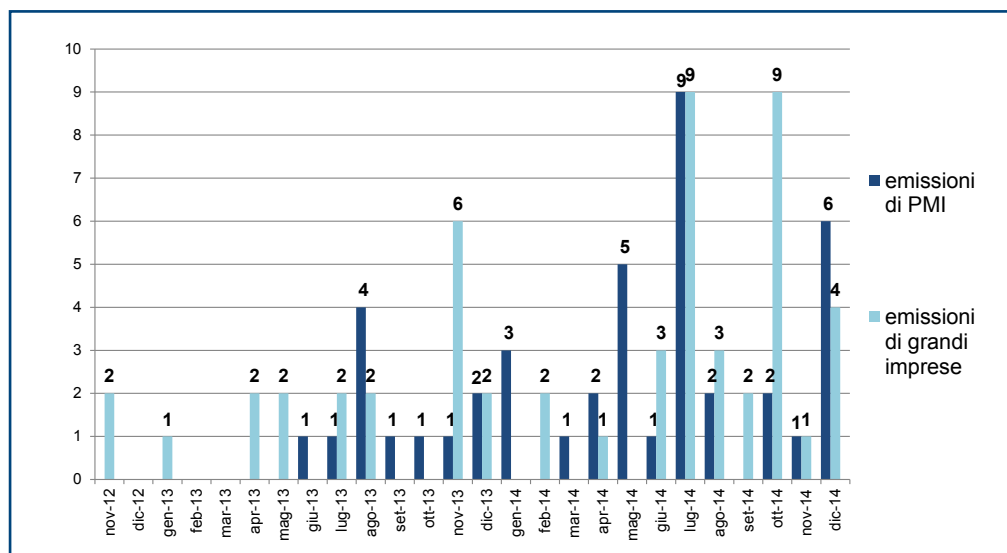
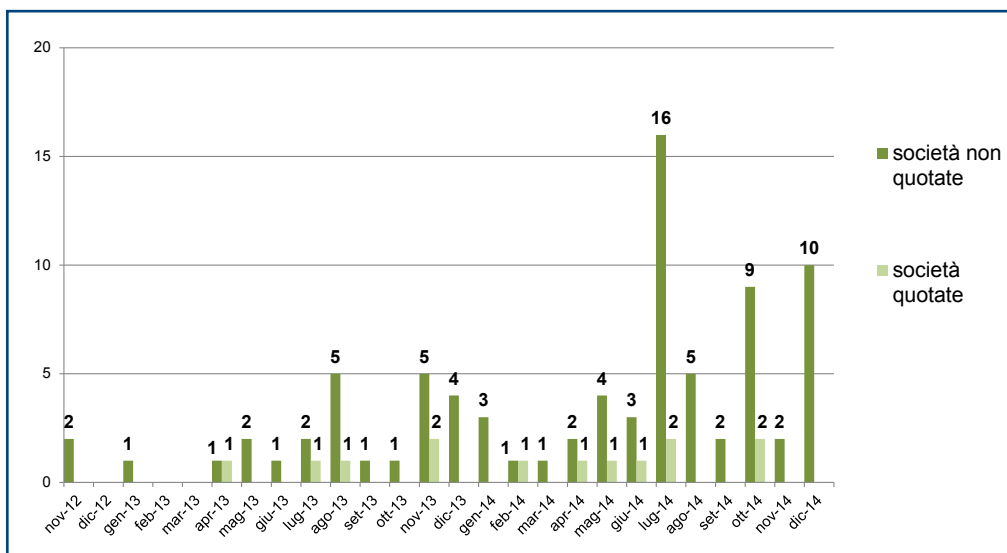


Figura 3.4

Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa). Campione: 96 emissioni

Figura 3.5
Flusso temporale delle emissioni di mini-bond: società già quotate rispetto alle non quotate.
 Campione: 96 emissioni



che il nuovo strumento dei mini-bond interessa soprattutto le società non quotate, ma anche quelle già presenti in Borsa possono approfittare di questa opportunità.

La Tabella 3.2 riassume le statistiche relative al valore nominale dell'emissione in funzione di alcune diverse caratteristiche dell'emittente. La distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni è invece riportata nella Figura 3.6.

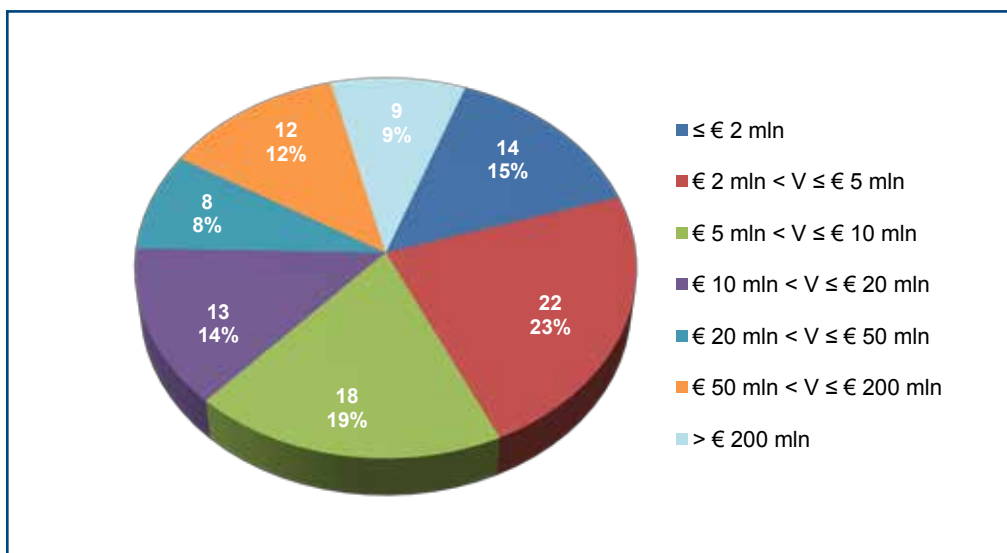
Tabella 3.2
Statistiche sul controvalore nominale medio dell'emissione.
 Campione: 96 emissioni di mini-bond

(valori in milioni EUR)	Si	No
Emittente classificata come PMI	7,827	101,600
Emittente già quotata in Borsa	58,555	59,761
Emittente appartiene al settore finanziario	3,858	66,079
Media totale	59,597	

Mentre balza all'occhio la differenza evidente fra PMI e grandi imprese, non si vede una significativa differenza per la dimensione del collocamento fra emittenti quotate e non quotate. Il valore medio per l'intero campione è pari a € 59,6 milioni. Limitando l'attenzione alle imprese che non appartengono al settore finanziario, tale statistica sale a € 66,1 milioni.

Le emissioni si distribuiscono abbastanza equamente fra le diverse fasce, concentrandosi attorno al segmento compreso fra € 2 milioni ed € 5 milioni (che comprende il 23% delle

Figura 3.6
Distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni.
 Campione: 96 emissioni di mini-bond



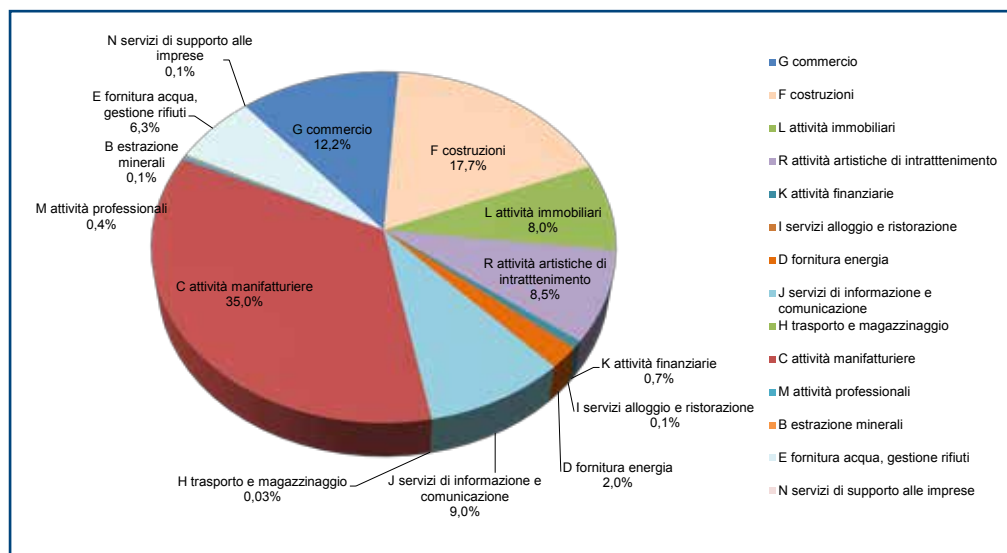


Figura 3.7

Distribuzione del controvalore totale delle emissioni per attività dell'emittente (codice ATECO). Campione: 96 emissioni

emissioni) e a quello compreso fra € 5 milioni ed € 10 milioni (con il 19% del totale).

La Figura 3.7 suddivide il controvalore totale delle 96 emissioni in funzione della tipologia di *business* dell'emittente. I numeri confermano quanto trovato nel Capitolo 2 rispetto alle società emittenti. Vi è una dominanza del settore del manifatturiero con il 35% del valore nominale delle emissioni (dove però si riscontra un contributo importante da parte delle grandi imprese e delle società già quotate in Borsa). La stessa evidenza contraddistingue il *business* delle costruzioni (con il 17,7% del totale, che rappresenta un dato interessante vista la situazione congiunturale negativa del settore). Nel comparto delle *utilities* invece (fornitura di acqua e fornitura di energia) la raccolta è svolta in prevalenza da PMI e società non quotate in Borsa.

La Figura 3.8 ripartisce il valore nominale totale delle emissioni in base alla localizzazione geografica dell'emittente. Rispetto al numero delle imprese già analizzato nel Capitolo precedente, cresce ancora di più la preponderanza della regione Lombardia (che conta per il 42,2% delle emissioni). L'Emilia Romagna supera il Veneto, vantando dimensioni medie del collocamento maggiori. Diminuisce quasi sempre il peso di tutte le altre regioni, con la sola eccezione delle Marche (il che è dovuto al singolo caso del minibond di TeamSystem Holding, valore nominale € 430 milioni) e del Friuli-Venezia Giulia (dove risiede Fincantieri, che ha collocato un'obbligazione da € 300 milioni).

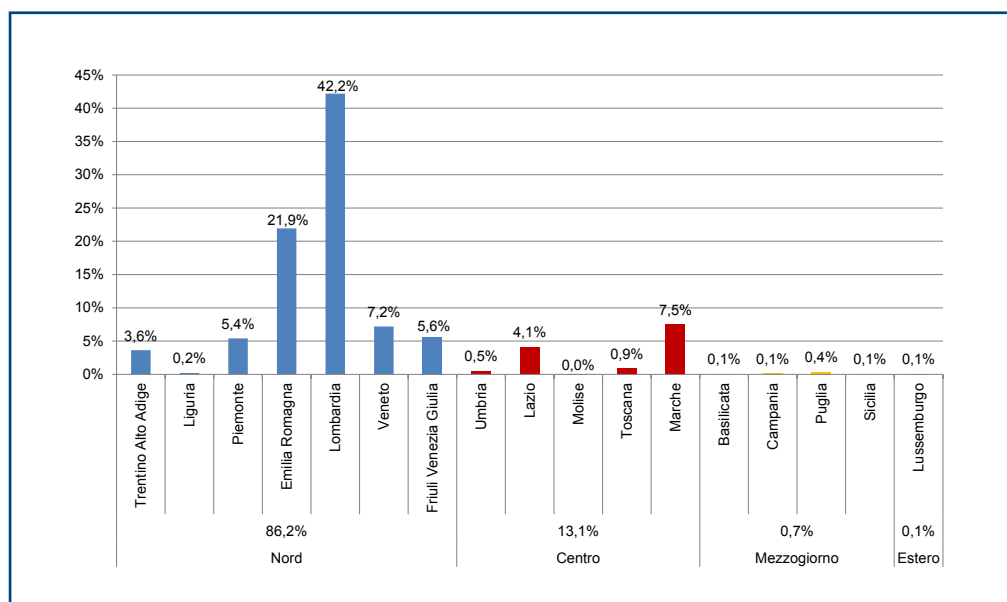
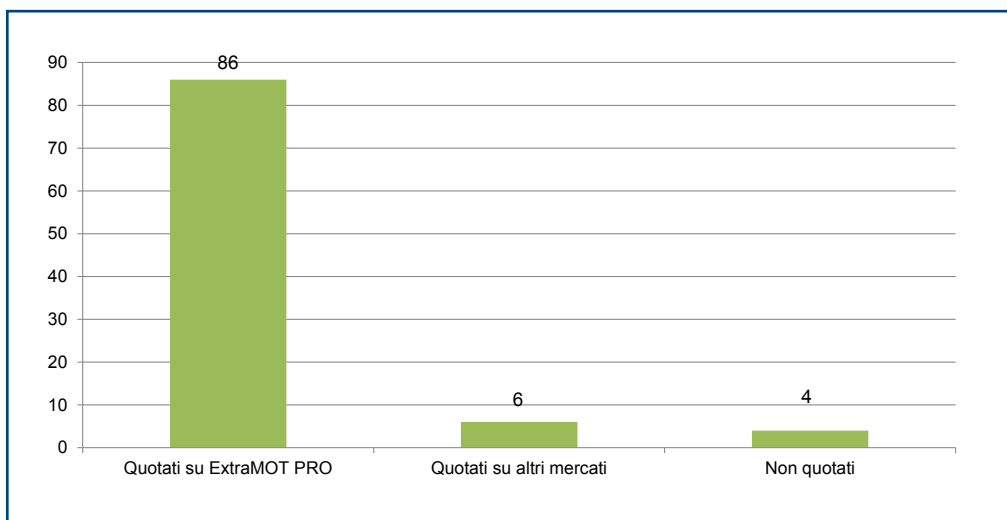


Figura 3.8

Distribuzione del controvalore totale delle emissioni per localizzazione geografica dell'emittente. Campione: 96 emissioni

Figura 3.9
Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico.
Campione: 96 emissioni



Un'ultima nota statistica riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 96 mini-bond censiti (si veda la Figura 3.9). La grande maggioranza (86, pari all'89,6%) è stata quotata sul segmento ExtraMOT PRO (si veda il paragrafo dedicato nel Capitolo 1). Dieci titoli però hanno scelto strade diverse. Alcuni (si tratta dei mini-bond di Guala Closures SpA, Rottapharm Madaus, Zobe Holding, Salini Costruttori SpA, Prada Group SpA, Fincantieri SpA) hanno deciso di quotarsi su un listino estero in Europa (in Lussemburgo, Germania o Irlanda). Uno di essi (Salini Costruttori SpA) è quotato anche su ExtraMOT e su EuroTLX. Gli altri (American Coffee Company SpA, l'emissione del 2014 di Primi sui Motori SpA, Usco SpA, Eco Eridania SpA) alla data del 31 dicembre 2014 non risultavano quotati su nessun mercato borsistico.

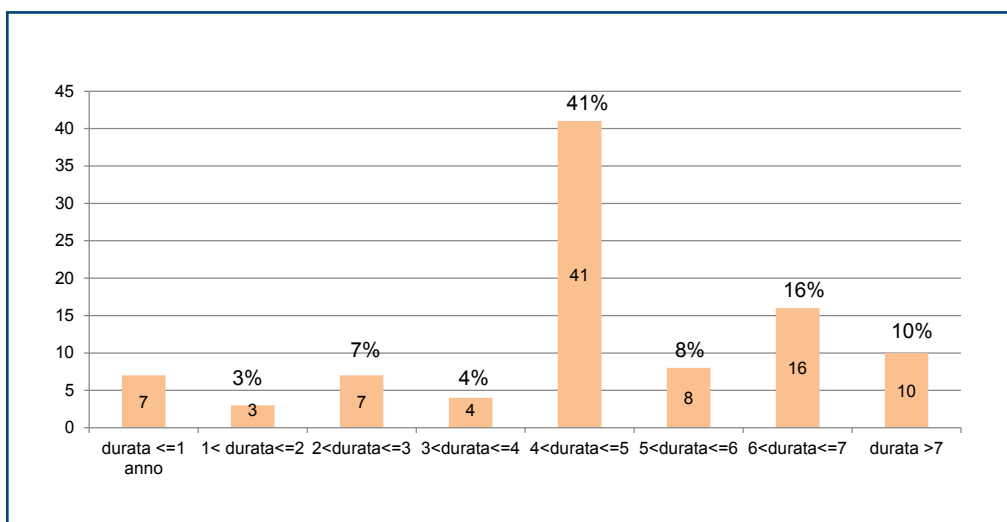
Con l'avvento dei fondi di *private debt*, è prevedibile che la decisione di non quotare i mini-bond su alcun mercato borsistico diventi più frequente. Non a caso alcuni fra i titoli prima citati che risultano non quotati sono stati sottoscritti da fondi chiusi.

Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei 96 mini-bond del campione, nonché la remunerazione offerta al mercato.

Per quanto riguarda la scadenza, la Figura 3.10 suddivide il campione in diverse fasce. Si nota che la maggioranza dei mini-bond prevede una scadenza pari a 5 anni. Abbiamo ben 7 titoli con scadenza inferiore a un anno (pensati quindi per la gestione del capitale circolante) ma anche 10 collocamenti con scadenza superiore a 7 anni. Il valore medio per tutto il campione è pari a 6,2 anni mentre il valore mediano è 5 anni.

Figura 3.10
Distribuzione della scadenza dei mini-bond.
Campione: 96 emissioni



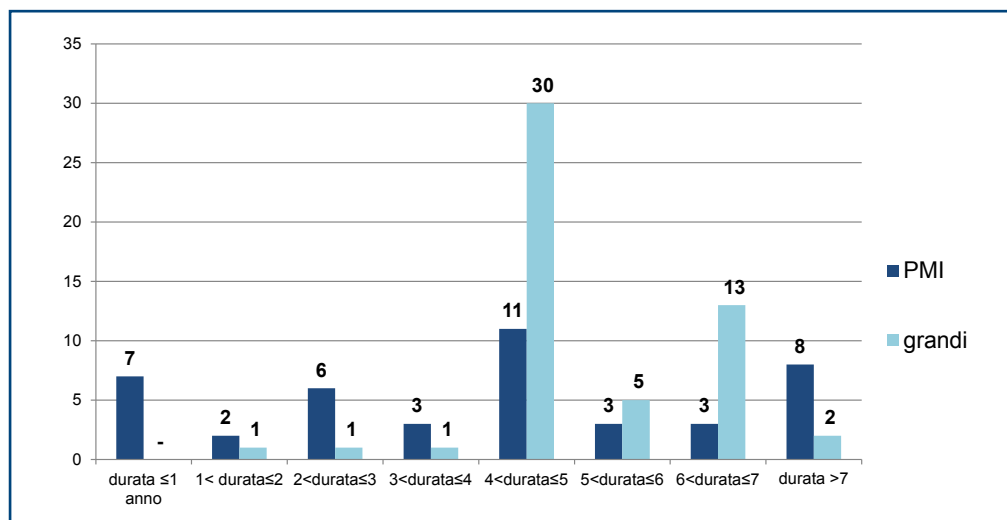


Figura 3.11

Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese. Campione: 96 emissioni

La Figura 3.11 mostra però una cosa interessante: c'è una differenza sensibile fra le emissioni delle PMI e quelle delle grandi imprese. Per il primo gruppo infatti le scadenze sono più frequentemente 'brevi' (con la sola eccezione degli 'hydro-bond' già citati nel Capitolo 2, che hanno scadenza vent'anni) e si vede una dispersione più marcata. Le grandi imprese invece collocano mini-bond quasi sempre a cinque o a sette anni.

Le emissioni (10 in totale) fatte da società che appartengono al settore finanziario hanno tutte scadenza massima a 5 anni. Invece, le 21 emissioni con valore nominale superiore a € 50 milioni hanno tutte scadenza maggiore o uguale a 5 anni. È probabile che operazioni di più ampio taglio servano o per 'consolidare' il debito nel lungo termine o per finanziare progetti di maggiore dimensione, correlati a risultati operativi sempre di lungo termine. Le 13 emissioni fatte da società già quotate in Borsa si distribuiscono in maniera abbastanza uniforme fra 2 e 7 anni.

Non sempre però la scadenza del titolo coincide con il rimborso del capitale (modalità *bullet*), come invece accade tipicamente per le obbligazioni emesse da grandi imprese o da Stati sovrani. Nel caso dei mini-bond è diffusa la pratica di rimborsare il capitale progressivamente nel corso del tempo (modalità *amortizing*). Ciò serve a ridurre la *duration*¹, e quindi il rischio, per l'investitore, 'spalmando' l'impegno finanziario dell'emittente su più esercizi contabili.

La Tabella 3.3 evidenzia che la modalità *bullet* è la più utilizzata (nel 62,5% dei casi) soprattutto, come era lecito aspettarsi, dalle grandi imprese e - con ancora maggiore frequenza - dalle società quotate in Borsa. La modalità *amortizing* è invece relativamente più frequente per le emissioni sotto € 50 milioni e per quelle a lunga scadenza. Le società finanziarie hanno utilizzate esclusivamente la modalità *bullet*.

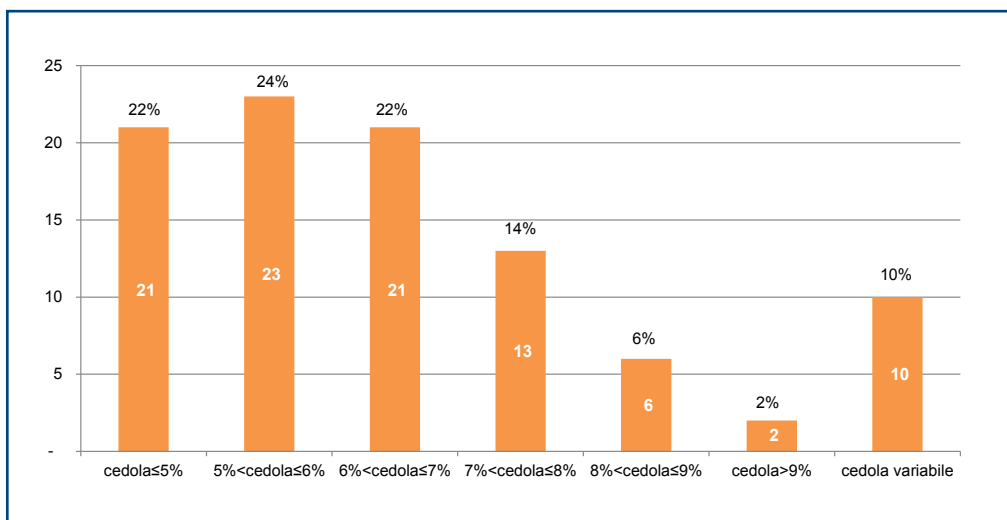
¹ La *duration* è la vita media ponderata dei flussi di cassa futuri di un'obbligazione. È proporzionale alla volatilità del valore del titolo, ovvero alla variazione del prezzo di equilibrio rispetto ad una variazione dei tassi di interesse.

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>
Tutto il campione	62,5%	37,5%
PMI	53,5%	46,5%
Grandi imprese	69,8%	30,2%
Società quotate in Borsa	84,6%	15,4%
Società non quotate in Borsa	59,0%	41,0%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	53,3%	46,7%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	95,2%	4,8%
Società non finanziarie	58,1%	41,9%
Società finanziarie	100%	-
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	72,6%	27,4%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	44,1%	55,9%

Tabella 3.3

Statistiche sulle modalità di rimborso del capitale. Campione: 96 emissioni di mini-bond

Figura 3.12
Distribuzione della cedola dei mini-bond. Campione: 96 emissioni



Per quanto riguarda la remunerazione del mini-bond, essa avviene attraverso il pagamento di una cedola periodica, definita in percentuale rispetto al valore nominale del titolo.

La cedola può essere fissa e costante per tutta la durata del prestito oppure variabile e indicizzata a un qualche parametro osservabile di mercato (in genere ad un tasso interbancario quale l'Euribor o il Libor²).

Inoltre la cedola annuale può essere liquidata in date di godimento differenziate (ogni anno, ogni semestre, ogni trimestre, ...). Una delle ultime emissioni registrate, quella di American Coffee Company SpA, propone addirittura la composizione della cedola con periodicità mensile. A parità di tutto il resto, il pagamento anticipato degli interessi rappresenta un vantaggio per l'investitore, rispetto al costo opportunità del capitale.

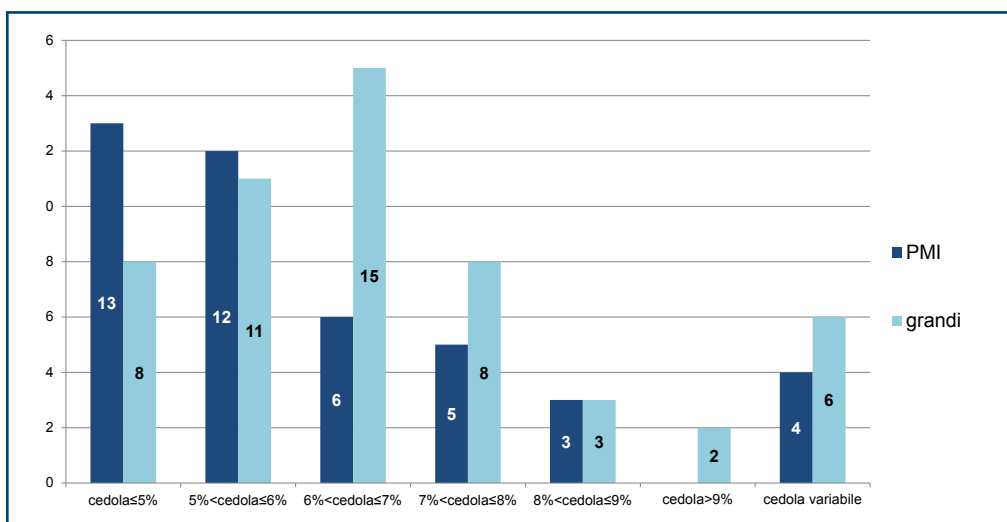
La Figura 3.12 evidenzia che la quasi totalità dei mini-bond del campione paga una cedola fissa: solo 10 emissioni (poco più del 10% dei casi) prevedono una cedola variabile, determinata sulla base del tasso Euribor più un determinato *spread* che nel nostro campione varia fra 4% e 9,5%.

Negli altri casi la cedola si 'concentra' attorno a valori compresi fra il 5% e il 6%. Il valore medio è 6,14%, mentre il valore mediano è 6%.

Chiaramente l'importo della cedola dipende da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla struttura per scadenza dei tassi). Inoltre la cedola sarà proporzionale al possibile rischio di insolvenza dell'emittente: maggiore è il rischio percepito, maggiore sarà il premio di rendimento richiesto dagli investitori. Infine, data la scarsa liquidità

² I tassi Euribor e Libor (rispettivamente Euro Inter-Bank Offered Rate e London Inter-Bank Offered Rate) sono i tassi di interesse su base annuale praticati dalle banche sui prestiti interbancari, a varie scadenze, rispettivamente nelle piazze finanziarie europee e londinesi. Vengono rilevati e pubblicati quotidianamente e rappresentano il 'termometro' della remunerazione del capitale sul mercato.

Figura 3.13
Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 96 emissioni



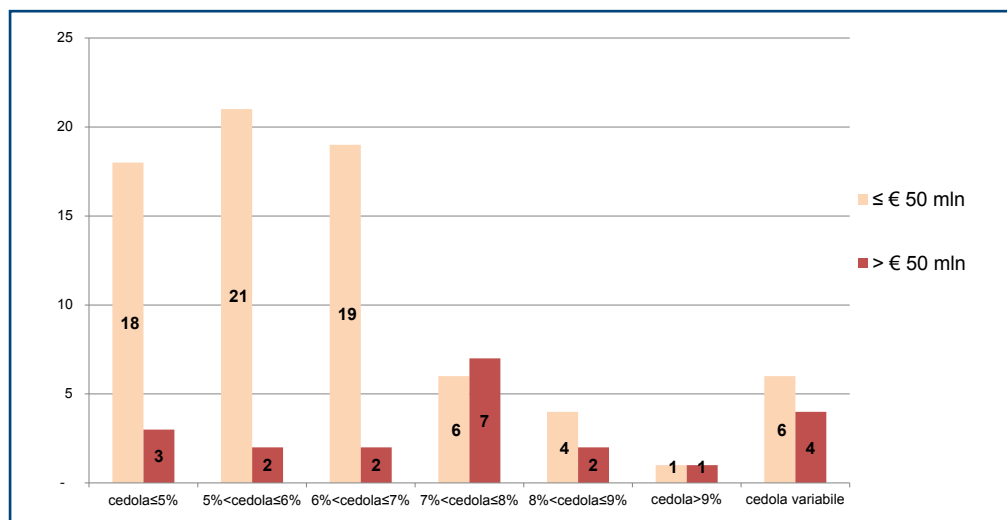


Figura 3.14

Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto 50 milioni EUR. Campione: 96 emissioni

dei mini-bond sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che ci aspettiamo essere maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell'emissione.

La Figura 3.13 riporta la distribuzione del valore della cedola distinguendo fra emissioni fatte da PMI e da grandi imprese. A prima vista può sembrare che il costo del debito per le grandi imprese sia maggiore rispetto alle PMI, ma non va dimenticato (si veda la Figura 3.11) che le PMI tendono ad emettere mini-bond su scadenze più brevi.

La stessa impressione si potrebbe ricavare considerando la Figura 3.14, che separa le emissioni sopra € 50 milioni dalle altre. Infatti si nota che i collocamenti più piccoli remunerano il capitale a condizioni migliori, ma anche in questo caso ciò è legato alla diversa *duration*.

Focalizzando l'attenzione sulle emissioni che propongono cedole variabili, non si riscontrano significative differenze nella propensione a scegliere questa modalità fra PMI e grandi imprese, piuttosto che in funzione della dimensione dell'offerta.

Per tenere conto sia del fattore 'dimensione' che del fattore 'scadenza' la Figura 3.15 disaggrega il campione delle emissioni con cedola fissa considerando entrambi i fattori. Si noti che la cedola media associata alle PMI è significativamente maggiore rispetto a quella associata alle grandi imprese sulla scadenze fra 3 e 4 anni, mentre si registrano valori più contenuti sulle scadenze a 6 e 7 anni.

Bisogna infine sottolineare che la remunerazione per l'investitore è anche determinata dal prezzo di emissione. Nella quasi totalità dei casi i mini-bond sono collocati al valore nominale (100), ma nel campione esistono delle eccezioni. Per citare un esempio, due collocamenti di IFIR S.p.A. sono stati collocati rispettivamente a 99 e 96.

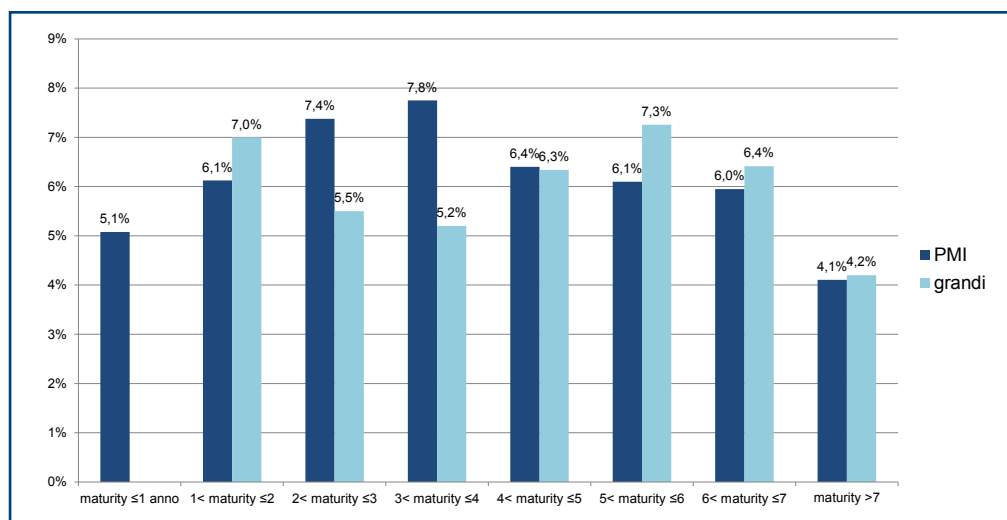


Figura 3.15

Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze. Campione: 86 emissioni con cedola fissa

Il rating

Il *rating* è certamente l'informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell'emittente. Si tratta infatti di un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale³.

³ Un maggiore approfondimento sulla tematica del *rating* è proposto nel Capitolo 4, pagina 56.

Ogni società possiede una propria scala di valutazione, dove verrà 'posizionato' l'emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità della struttura patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa. L'emissione del *rating* non è obbligatoria. Diventa quindi interessante analizzare se i mini-bond che appartengono al campione di analisi abbiano fatto ricorso a questa opzione. La Figura 3.16 evidenzia che una minoranza delle imprese ha ritenuto opportuno richiedere il *rating* (32 imprese, pari al 33,3% del campione). Di queste emissioni, 12 risultavano avere ottenuto un *rating* 'investment grade' (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB nella scala utilizzata da Standard & Poor's, o equivalente). Per altre 19 il *rating* assegnato era inferiore alla soglia indicata ('speculative grade') mentre in un caso il giudizio di merito non è stato rivelato ('undisclosed').

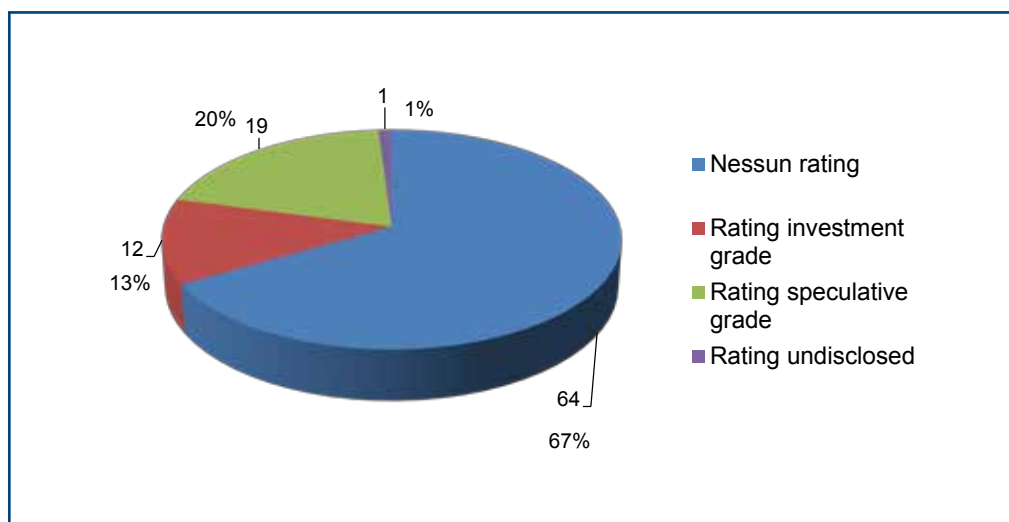
La Tabella 3.4 ci fa meglio capire quali tipologie di emissioni ricorrono più probabilmente al *rating*.

Tabella 3.4
Statistiche sull'attribuzione del *rating*.
Campione: 96 emissioni di mini-bond

Attribuzione del rating:	Si	No
Tutto il campione	33,3%	66,7%
PMI	11,6%	88,4%
Grandi imprese	50,9%	49,1%
Società quotate in Borsa	30,8%	69,2%
Società non quotate in Borsa	33,7%	66,3%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	21,3%	78,7%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	76,2%	23,8%
Società non finanziarie	37,2%	62,8%
Società finanziarie	-	100%
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	32,3%	67,7%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	35,3%	64,7%

Il *rating* è tipico delle emissioni fatte da grandi imprese, e per collocamenti di grandi dimensioni. Molto meno frequente è il ricorso a tale segnale per le PMI. Si può ipotizzare che da una parte le PMI siano più sensibili nel 'risparmiare' rispetto a questo costo, rinunciando ai possibili benefici, dall'altra parte è lecito pensare che per una piccola

Figura 3.16
Presenza del *rating* sui mini-bond.
Campione: 96 emissioni



impresa, che intende collocare un ammontare ridotto di mini-bond, vi sia la possibilità di un'interlocuzione 'diretta' con gli investitori interessati, i quali potranno valutare in prima persona la situazione patrimoniale-reddituale dell'emittente.

Opzioni, *covenant* e garanzie

Un altro fattore che andrà ad incidere sulla remunerazione offerta dai mini-bond sarà la presenza nel Regolamento dell'emissione di eventuali opzioni, in capo all'emittente o all'investitore.

È frequente la possibilità, che si riserva l'emittente, di rimborso anticipato del titolo; in questo caso si parla di un mini-bond *callable*. In pratica vuol dire che, a discrezione dell'impresa, in futuro il titolo potrà essere rimborsato anche prima della scadenza. Ciò potrebbe risultare opportuno se l'emittente intravede la possibilità di potersi rifinanziare a condizioni migliori, oppure se un inatteso ingresso di cassa permetterà di disporre della liquidità sufficiente per il rimborso. A parità di tutto il resto, questa opportunità avvantaggia l'impresa emittente, poichè si tratta di un'opzione che sarà esercitata quando ad essa conviene.

Esiste però anche la possibilità opposta. Il mini-bond potrebbe essere *puttable*, ovvero prevedere la possibilità di rimborso anticipato, questa volta a discrezione del possessore. In tal caso si sta offrendo un vantaggio all'investitore, al quale si darà l'opportunità di smobilizzare l'investimento nel futuro, anche prima della scadenza, se questo potesse interessare.

Nel campione dei mini-bond, esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.17 evidenzia che oltre la metà del campione prevede entrambe le opzioni. Vi sono invece 10 titoli (pari al 10,4% del campione) che non prevedono alcuna opzione. Gli altri si suddividono più o meno equamente fra quelli che comprendono l'una piuttosto che l'altra delle opportunità.

Anche in questo caso, per verificare quando è più comune l'utilizzo delle due opzioni di rimborso anticipato, il campione è stato disaggregato (si veda la Tabella 3.5).

La presenza della sola opzione *call* è più comune fra le PMI e le società finanziarie. Curiosamente l'opzione *put* è invece relativamente più frequente per le emissioni sopra € 50 milioni e per quelle a lunga scadenza. Le imprese non quotate sono più propense a offrire entrambe le tipologie di opzioni. Una possibile spiegazione può essere legata al fatto che in questa prima fase di avvio del mercato, si è voluto più spesso offrire alle società emittenti la flessibilità di poter 'richiamare' in anticipo il prestito, in funzione delle proprie esigenze future, senza però correre il rischio di essere costrette a far cassa per eventuali rimborsi anticipati richiesti dagli investitori. Tale necessità potrebbe mettere a repentaglio i piani di una piccola impresa non quotata, mentre sarebbe più sostenibile per una società quotata in Borsa, che ha accesso al capitale a condizioni migliori, o per

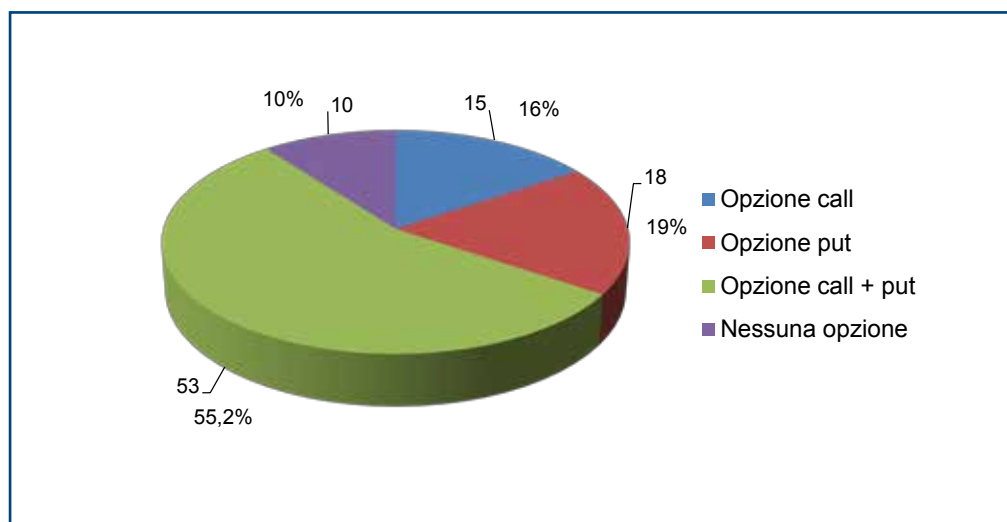


Figura 3.17

Presenza di opzioni call e/o put. Campione: 96 emissioni di mini-bond

una grande impresa (che comunque nel caso dei mini-bond non si interfaccia con il pubblico dei piccoli risparmiatori, ma pur sempre con investitori istituzionali che hanno un certo potere contrattuale).

Tabella 3.5
Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*. Campione: 96 emissioni di mini-bond

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put
Tutto il campione	10,4%	15,6%	18,8%	55,2%
PMI	16,3%	25,6%	11,6%	46,5%
Grandi imprese	5,7%	7,5%	24,5%	62,3%
Società quotate in Borsa	23,1%	7,7%	38,5%	30,8%
Società non quotate in Borsa	8,9%	17,7%	16,5%	57,0%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	13,3%	18,7%	24,0%	44,0%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	-	4,8%	-	95,2%
Società non finanziarie	10,5%	11,6%	19,8%	58,1%
Società finanziarie	10,0%	50,0%	10,0%	30,0%
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	12,9%	19,4%	24,2%	43,5%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	5,9%	8,8%	8,8%	76,5%

Sempre in tema di opzioni, si segnala un caso di collocamento combinato di mini-bond e *warrant*⁴, effettuato da Bomi Italia SpA (si veda il Box 3.2).

⁴ I *warrant* sono titoli associati a opzioni per sottoscrivere in futuro azioni a condizioni prefissate.

Di nuovo con l'obiettivo di offrire una protezione agli investitori, l'emittente può prestare una garanzia rispetto ad un'eventuale insolvenza. In altre parole, gli investitori sono maggiormente tutelati perchè potranno rivalersi sulla garanzia stessa, a tutela del capitale. A parità di tutto il resto, la presenza di una garanzia può dunque ridurre il costo del capitale per l'impresa emittente. In tal caso il mini-bond si qualifica come '*secured*', mentre in caso contrario si tratta di un titolo '*unsecured*'.

Box 3.2
Mini-bond come anticamera al mercato borsistico? Il caso Bomi Italia

Borsa Italiana ha avviato nel 2012 il progetto ELITE, con l'obiettivo di accelerare la crescita delle PMI italiane attraverso un innovativo percorso di sviluppo organizzativo e manageriale volto a rendere imprese già meritevoli ancora più competitive, più visibili e più attraenti nei confronti degli investitori. ELITE offre alle aziende selezionate una piattaforma di strumenti e servizi pensata per reperire capitali e cogliere nuove opportunità di visibilità e *networking* facilitando così la crescita e l'avvicinamento culturale delle imprese ai mercati finanziari e ovviamente anche alla quotazione in Borsa.

Dall'avvio dell'iniziativa ad oggi, sono più di 200 le PMI italiane ammesse a questo percorso, e 10 hanno deciso un primo approccio verso il mercato mobiliare proprio attraverso l'emissione di mini-bond. Si tratta delle imprese Iacobucci HF Electronics SpA, Alessandro Rosso Group SpA, Bomi Italia SpA, Isolante K-Flex SpA, Rigoni Asiago Srl, Coswell SpA, Twin Set SpA, Global System International SpA, Inglass SpA e MEP SpA.

Particolarmente interessante è il caso dell'azienda milanese Bomi, gruppo internazionale che opera nella logistica e nella gestione di prodotti *high-tech* per la tutela della salute. A fine marzo 2014 l'impresa ha collocato sul mercato un mini-bond, per un controvalore complessivo di € 1,5 milioni, scadenza 3 anni, cedola 7,25%, quotato poi su ExtraMOT PRO. Il Regolamento di Ammissione prevede una clausola particolare: se la società si quoterà sul mercato azionario AIM Italy (o un altro listino) prima della scadenza dell'obbligazione, il mini-bond sarà obbligatoriamente rimborsato in anticipo. Se invece ciò non dovesse accadere, l'obbligazione sarà rimborsata al 110% del valore nominale, quindi con una 'penale' a favore degli investitori. Inoltre per ogni obbligazione sottoscritta agli investitori sono stati assegnati gratuitamente 1.000 *warrant*, che danno diritto a sottoscrivere le azioni oggetto di IPO (in caso di quotazione in Borsa) con uno sconto del 25%. Risulta evidente l'intenzione dell'impresa di 'auto-vincolarsi' all'obiettivo della quotazione, attraverso un percorso che vede nel collocamento dei mini-bond la 'prova generale'. A tutti gli effetti si tratta di un '*covenant*' che viene offerto al mercato.

Una parte consistente dei titoli è stata sottoscritta dalle finanziarie Alpha Value Management, First Capital e Madison Capital.

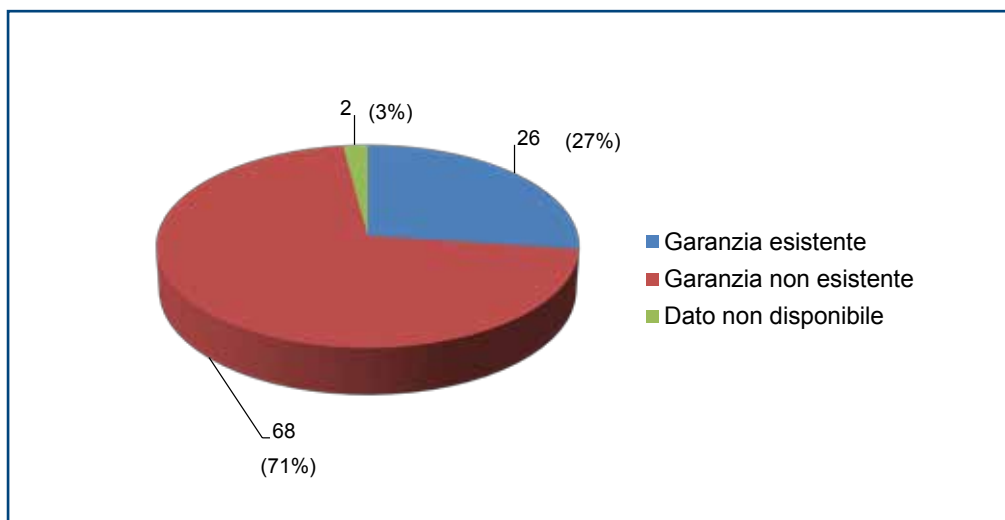


Figura 3.18

Presenza di garanzie relative al rimborso. Campione: 96 emissioni di mini-bond

Nel campione delle 96 emissioni di mini-bond, come testimonia la Figura 3.18, la presenza di una garanzia è piuttosto rara (compare solo in 26 casi, pari al 27,1%). In genere si tratta di ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente o fidejussioni fornite da soggetti terzi.

Disaggregando il campione, la Tabella 3.6 ci mostra che la garanzia compare più frequentemente per le grandi emissioni e per le società già quotate. Il risultato è coerente con le ipotesi prima avanzate. Probabilmente le PMI trovano eccessivamente gravoso costituire una garanzia a servizio degli investitori, e potrebbero anche non disporre di adeguate competenze in tema. Le grandi imprese, e quelle già quotate in Borsa, che tendono - come visto - a fare collocamenti di medio-lungo termine, sono più disposte ad accettare una richiesta di questo tipo, anche per ridurre ulteriormente il costo del capitale rispetto a emissioni *unsecured*.

Presenza di garanzie per il rimborso:	Si	No	Non disponibile
Tutto il campione	27,1%	70,8%	3,1%
PMI	14,0%	86,0%	-
Grandi imprese	37,7%	58,5%	3,8%
Società quotate in Borsa	30,8%	61,5%	7,7%
Società non quotate in Borsa	26,5%	72,3%	1,2%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	18,7%	81,3%	-
Emissioni sopra 50 milioni EUR	57,1%	33,3%	9,5%
Società non finanziarie	30,2%	67,4%	2,3%
Società finanziarie	-	100%	-
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	22,6%	74,2%	3,2%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	35,3%	64,7%	-

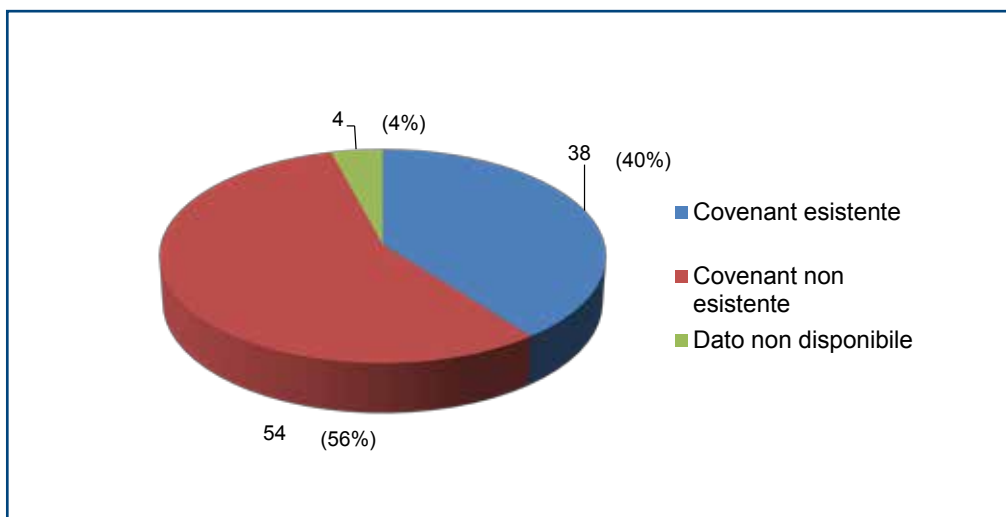
Tabella 3.6

Statistiche sulla presenza di garanzie relative al rimborso. Campione: 96 emissioni di mini-bond

Infine trattiamo il tema degli eventuali *covenant* finanziari offerti dalla società emittente al momento dell'emissione.

Una delle problematiche che gli investitori in mini-bond devono affrontare, oltre all'elevato rischio intrinseco del *business* in cui investono, è il pericolo di comportamento opportunistico e di conflitti di interesse. La letteratura finanziaria dimostra che quando un'impresa è eccessivamente indebitata gli azionisti sono incentivati a selezionare investimenti molto rischiosi, poiché al peggio abbandoneranno l'impresa a se stessa, esercitando il beneficio della responsabilità limitata. In generale è interesse di chi investe in mini-bond monitorare costantemente la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa, per evitare che il rischio di insolvenza peggiori, con un'inevitabile conseguenza negativa sul valore del titolo mobiliare in portafoglio.

Figura 3.19
Presenza di *covenant* finanziari da rispettare.
Campione: 96 emissioni di mini-bond



I *covenant* finanziari sono dei vincoli, esplicitamente dichiarati nel Regolamento del prestito, il cui mancato rispetto da parte dell'azienda emittente farà scattare uno o più eventi, mirati a salvaguardare l'interesse degli investitori.

Esempi tipici sono il rispetto di determinati *ratio* patrimoniali (quali l'incidenza del debito finanziario o della posizione finanziaria netta rispetto al totale dell'attivo o al patrimonio netto, piuttosto che il rapporto fra margine operativo lordo e interessi sul debito, il cosiddetto *coverage ratio*), i quali dovranno sempre mantenersi sopra o sotto una certa soglia. Altri esempi di *covenant* di natura non finanziaria sono la conservazione della struttura proprietaria dell'azienda, l'impossibilità, sotto alcune condizioni, di distribuire dividendi piuttosto che di fare delle acquisizioni, o decidere altre operazioni di finanza straordinaria, se non si verificano determinate condizioni.

Il mancato rispetto dei *covenant* potrebbe far scattare un automatico diritto al rimborso anticipato dei creditori, oltre a eventuali penali. Va da sé che per essere efficace un *covenant* deve essere riferito a dati oggettivi, misurabili e non manipolabili, evitando ogni possibile contestazione.

La Figura 3.19 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è assente nella maggioranza dei casi, ma comunque più frequente rispetto alla concessione di una garanzia. Compare infatti in 38 casi (pari al 39,6% del campione).

La Tabella 3.7 mostra che non ci sono particolari correlazioni significative rispetto alle diverse tipologie di emittenti ed emissioni. Si riscontra una probabilità più alta per le emissioni sotto € 50 milioni. Coerentemente con le ipotesi avanzate nelle pagine precedenti, si può pensare che per collocamenti di piccola dimensione il ricorso ai *covenant* finanziari sia preferito rispetto alle garanzie, per il minore costo di incidenza.

Tabella 3.7
Statistiche sulla presenza di *covenant* finanziari.
Campione: 96 emissioni di mini-bond

Presenza di garanzie per il rimborso:	Si	No	Non disponibile
Tutto il campione	39,6%	56,3%	4,0%
PMI	34,9%	62,8%	2,3%
Grandi imprese	43,4%	50,9%	5,7%
Società quotate in Borsa	38,5%	53,8%	7,7%
Società non quotate in Borsa	39,8%	56,6%	3,6%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	45,3%	53,3%	1,3%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	19,0%	66,7%	14,3%
Società non finanziarie	41,9%	53,5%	4,7%
Società finanziarie	20,0%	80,0%	-
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	33,9%	59,7%	6,5%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	50,0%	50,0%	-

4. Gli attori della filiera

Gli attori coinvolti della filiera dei mini-bond sono diversi. La figura centrale è chiaramente quella dell'impresa emittente, la quale potrà farsi affiancare da consulenti (di natura finanziaria e legale) sia per le attività propedeutiche all'emissione, sia per il collocamento dei titoli sul mercato. Gli investitori giocano pure un ruolo importante, essendo i 'clienti' finali del processo. Completano il quadro i fornitori di servizi più specifici (quali le società indipendenti di *rating*) e tutti coloro che contribuiscono indirettamente a rendere efficiente il mercato: ci riferiamo in particolare a enti di natura pubblica (impegnati a sostenere lo sviluppo del mercato dei mini-bond) e ai portali informativi specializzati. In questo capitolo saranno esaminati i ruoli di tutti gli attori citati.

I consulenti finanziari: l'*advisor*

Molto spesso le piccole e medie imprese non dispongono delle competenze specifiche per costruire un mini-bond. Così come avviene per altre operazioni di finanza straordinaria e di collocamento di titoli sul mercato, può essere utile rivolgersi ad un *advisor*, che guidi l'impresa nella scelta di quelle che sono le strategie principali (riferite al *timing* dell'emissione, al controvalore di titoli, alla scadenza, al possibile tasso di interesse da riconoscere) e la affianchi nei rapporti con gli altri soggetti, in particolare per quello che riguarda gli adempimenti normativi e l'eventuale quotazione su un listino borsistico.

Il primo passo sarà sicuramente una valutazione costi-benefici, riferita all'operazione, soprattutto in comparazione con altre possibili fonti di finanziamento e tenendo presente le esigenze dell'impresa e dei suoi azionisti. In questa fase sarà opportuno redigere un Business Plan, che chiarirà gli obiettivi di investimento futuri. Importantissima sarà la verifica, attraverso la costruzione di un rendiconto finanziario prospettico, della sostenibilità finanziaria dell'operazione, confrontando i flussi di cassa a servizio del prestito (sia per il pagamento delle cedole, sia per il rimborso del capitale) con i *cash flow* operativi previsti dal Business Plan.

L'*advisor* supporterà l'impresa anche nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni richieste dagli investitori, dotandosi di un adeguato sistema di controllo interno.

L'intero processo può essere avviato sia dall'impresa (incuriosita o interessata dalle nuove opportunità offerte dai mini-bond) sia dall'*advisor* stesso, interessato a identificare sul mercato imprese 'interessanti' per gli investitori. In questo caso lo strumento tipico sarà l'analisi dei dati di bilancio pubblicamente disponibili, dai quali potranno emergere potenziali clienti candidati osservando il tasso di crescita passato, la marginalità, la dinamica degli investimenti, la struttura finanziaria.

La tempistica dell'operazione di emissione è variabile da caso a caso, ma sulla base dell'esperienza maturata finora si può affermare che un periodo di 3-4 mesi è nella norma.

Tendenzialmente i consulenti esistenti sul mercato sono molti (e lavorano individualmente o in associazione), ma in questi primi mesi di avvio del mercato gli attori coinvolti non sono stati moltissimi, a testimonianza dell'ancora non diffusa conoscenza di questo strumento nel tessuto imprenditoriale.

Senza alcuna pretesa di essere esaustivi, ma con l'unico obiettivo di dare un primo contributo per la stesura di una 'mappa' del mercato, si possono citare: la torinese ADB Analisi Dati Borsa spa (ha accompagnato 7 imprese all'emissione, e annovera fra i clienti

anche un fondo di *private debt*), Banca Intermobiliare, BSI Merchant, Eidos Partners, KT&Partners, Mittel Advisor, MPS Capital Services, il gruppo Prometeia.

I consulenti legali

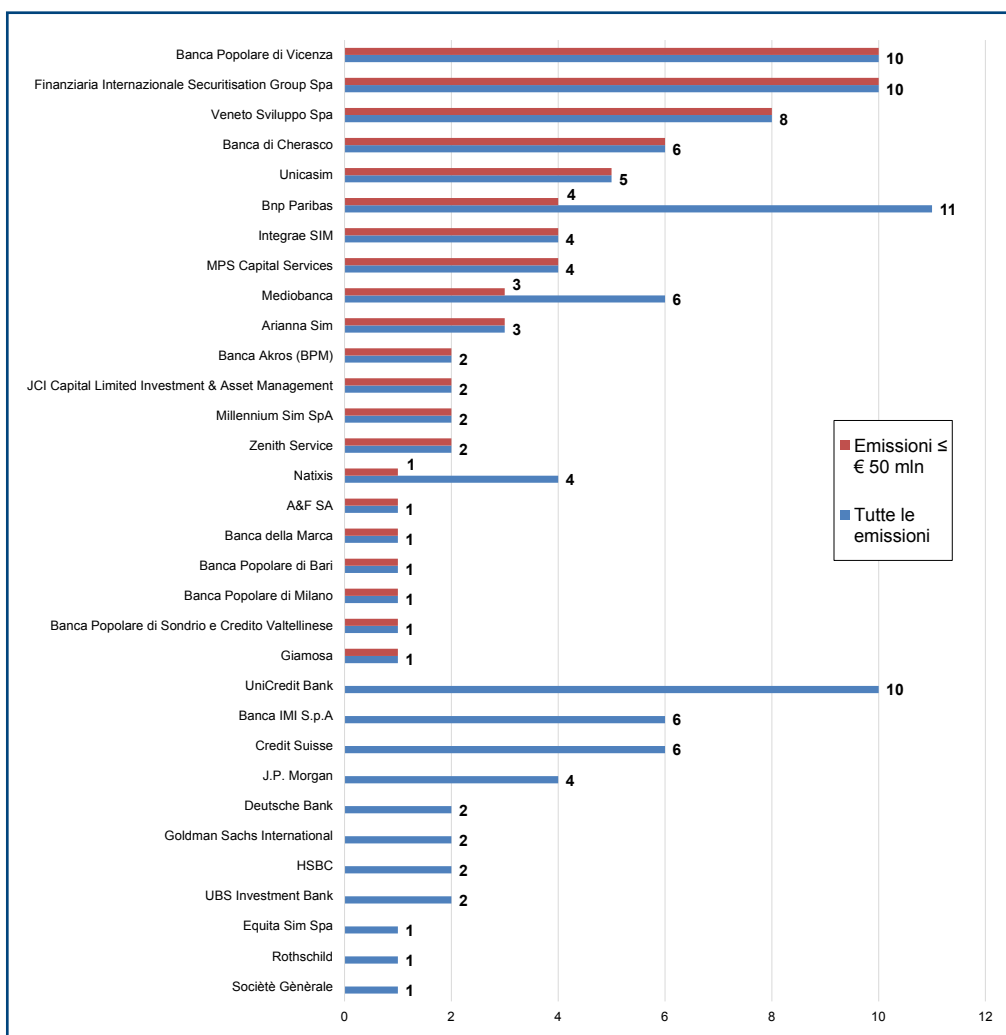
Il ruolo dei consulenti legali è importantissimo e delicato, perchè andranno a verificare il rispetto delle normative in essere, la correttezza delle procedure attuate e l'implementazione dei contratti fra le parti, nonchè del Regolamento del prestito. Soprattutto si tratterà di identificare i modi più efficaci per offrire tutela e garanzia agli investitori, e per 'mettere al riparo' l'impresa emittente da ogni ragionevole contestazione.

Gli studi legali possono inoltre agire su mandato dell'investitore, che potrebbe essere interessato ad una *due diligence* legale per verificare la situazione dell'impresa emittente. Anche in questo caso, senza alcuna pretesa di essere esaustivi, si possono individuare i *player* più attivi nel corso del 2013 e del 2014: Chiomenti, Hogan Lovells, Latham&Watkins, NCTM, Orrick, R&P Legal, Simmons&Simmons.

L'arranger

L'arranger è incaricato del vero e proprio collocamento dei titoli, e per conto dell'impresa emittente si interfacerà con il mercato dei potenziali investitori. Si tratta quindi di una figura chiave. Utilizzando le informazioni prodotte dall'impresa ed elaborate dagli *advisor*, contatterà i potenziali investitori presentando l'opportunità (documentata in un Information Memorandum) e 'sondando il terreno' rispetto al gradimento dell'operazione. Grazie a queste informazioni raccolte, l'arranger e l'impresa potranno definire con

Figura 4.1
Gli arranger delle 96 emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio. Sono evidenziati i dati per le sole emissioni sotto 50 milioni EUR



precisione le caratteristiche del mini-bond, in particolare rispetto all'entità della cedola e alle altre condizioni che impatteranno sulla remunerazione attesa.

La Figura 4.1 descrive i principali *player* in questo segmento, in funzione del numero di collocamenti di mini-bond inclusi nel campione analizzato nel Capitolo 3. Vengono inoltre evidenziati i soli collocamenti sotto € 50 milioni, con la finalità di individuare eventuali soggetti specializzati su taglie minori.

Si nota che i *leader* al momento risultano essere Finint (Finanziaria Internazionale Holding) e Banca Popolare di Vicenza, con 10 collocamenti a testa. Se però consideriamo anche le emissioni sopra € 50 milioni, BNP Paribas si pone al primo posto (avendo gestito 4 piccoli collocamenti, più 7 di sopra la soglia). In generale si nota una netta separazione fra i due mercati, con operatori di grande *standing* internazionale impegnati quasi esclusivamente sui grandi collocamenti. Fanno eccezione Mediobanca (interventata anche su 3 piccole emissioni), Natixis e appunto BNP Paribas.

Oltre al canale di collocamento diretto, vanno inoltre citati in quest'ambito i *marketplace*, ovvero piattaforme *web* che facilitano l'incontro fra imprese (desiderose di trovare finanziatori) e potenziali investitori, bypassando i canali distributivi tradizionali. Questa tendenza si va diffondendo sia in Italia sia all'estero nei più svariati modi: dal *peer-to-peer lending* (ovvero la concessione diretta di credito) al finanziamento delle imprese *start-up* con capitale di rischio. La diffusione del *crowdfunding* (si veda il Box 4.1) è l'aspetto più evidente di questo fenomeno innovativo.

L'esperienza più significativa finora in Italia nell'ambito dei mini-bond è certamente quella di Epic SIM. Epic ha realizzato una piattaforma digitale proprietaria dove le piccole e medie imprese possono presentare progetti di sviluppo da finanziare ad una platea di investitori professionali, i quali hanno la possibilità di valutare le opportunità di investimento in tempo reale condividendo informazioni con la *community* degli altri investitori interessati.

Il *crowdfunding* è la raccolta diretta di finanziamenti dedicati a progetti di varia natura, attraverso la rete Internet. Può essere attuata o direttamente o attraverso piattaforme specializzate (le più famose a livello mondiale sono Kickstarter e IndieGoGo).

La tipologia di progetti è molto ampia: si va dal sostegno a gruppi di volontariato a progetti di solidarietà, da gruppi sportivi a iniziative artistico-musicali. Non mancano però i progetti di *business*, che puntano a raccogliere capitale dalla 'folla' di Internet offrendo in cambio ricompense non monetarie (come un prodotto, magari in edizione speciale) o anche monetarie (attraverso una remunerazione del capitale offerto). In questo ultimo caso si parla di '*equity-based crowdfunding*' (se il finanziamento prevede la sottoscrizione di capitale di rischio) o di '*lending-based crowdfunding*'.

La School of Management del Politecnico di Milano ha istituito un Osservatorio dedicato ad analizzare il fenomeno in Italia, in particolare per quanto riguarda l'*equity crowdfunding*, normato in via sperimentale dal Decreto 'Sviluppo' (lo stesso che ha avviato la riforma dei mini-bond).

La raccolta di capitale di debito attraverso il *crowdfunding* è invece problematica in Italia a causa delle leggi bancarie, che impongono una rigida vigilanza sulla concessione del credito. A maggior ragione per quanto riguarda i mini-bond, poichè si tratta di strumenti inaccessibili al pubblico degli investitori *retail*.

Non così all'estero, dove si registrano casistiche di offerte di mini-bond condotte attraverso il *crowdfunding*. Uno dei casi più curiosi è stato quello dei '*burrito bond*' nel Regno Unito, ovvero obbligazioni della durata di cinque anni emesse dalla catena di ristoranti Chilango e offerte durante l'estate 2014 attraverso il portale di *crowdfunding* CrowdCube. La sottoscrizione si è chiusa con successo, raccogliendo più di 2 milioni di sterline, anche perchè oltre alla cedola pari all'8% veniva promesso un burrito gratis alla settimana per chi investiva almeno 10.000 sterline. Sullo stesso portale si sono conclusi con successo il collocamento di mini-bond effettuati da altre imprese fra cui i ristoranti River Cottage e la catena di *coffee shop* Taylor St Baristas.

Ma solo qualche giorno fa l'autorità di vigilanza britannica (Financial Conduct Authority, FCA) ha lanciato un severo monito, mettendo in guardia i piccoli risparmiatori circa l'elevato rischio di questo investimento 'diretto'.

Box 4.1

Il *crowdfunding* e i mini-bond

Gli investitori

La normativa riserva l'investimento nei mini-bond alla sola categoria degli investitori 'professionali'. Nella pratica, si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per comprendere e valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi.

Possono pertanto sottoscrivere le emissioni di mini-bond gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi aperti, fondi chiusi, fondi speculativi, fondi pensione), banche, SIM, finanziarie regionali e fondazioni. Con i recenti interventi normativi (si veda il Capitolo 1) la platea è stata allargata alle società assicurative.

Le società di rating

Come si è notato nel Capitolo 3, l'emissione del *rating* non è un passo obbligatorio per il collocamento di un mini-bond, ma un buon numero di imprese emittenti ha comunque deciso di percorrere questa strada, per dare al mercato un ulteriore segnale informativo. Con l'arrivo dei fondi di *private debt* (si veda il Capitolo 5) si può prevedere che la tendenza si consoliderà, dal momento che alcuni di essi certamente porranno come vincolo la richiesta di un *rating* per l'emissione.

Nell'Unione Europea, possono emettere un *rating* solo le agenzie riconosciute e registrate dall'ESMA (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea di supervisione sul settore. Il Regolamento Europeo CE n. 1060/2009 ha definito il contesto normativo nel quale operano le agenzie di *rating*, con lo scopo di escludere i conflitti di interesse, di assicurare un'elevata qualità del servizio e di garantire trasparenza.

Nel caso delle grandi emissioni, le tre agenzie più blasonate a livello internazionale sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Nel caso dei mini-bond esistono operatori più specializzati a livello nazionale. Può accadere che una singola emissione riceva un giudizio di *rating* anche se non richiesto dall'azienda (ad esempio perchè viene richiesto da un investitore): in questo caso si parla di *rating unsolicited*.

Gli attori nazionali che finora si sono distinti sul mercato per il maggiore attivismo sulle emissioni di taglia minore sono due: Cerved Rating Agency (con 11 valutazioni di *rating* all'attivo, sulle 96 emissioni censite nel Capitolo 3) e Crif Rating Agency (con 5 emissioni).

Le '*big three*' estere citate nelle righe precedenti intervengono nel *rating* praticamente per tutte le emissioni da € 100 milioni in su (16 su 20 nel nostro campione).

I soggetti pubblici impegnati sul tema dei mini-bond

L'industria dei mini-bond ha potuto muovere i primi passi a seguito delle novità normative (ampiamente descritte nel Capitolo 1) che hanno avuto nel Ministero dello Sviluppo Economico (MISE) il principale artefice. I membri della segreteria tecnica del Ministero (guidata da Stefano Firpo) hanno partecipato negli scorsi mesi a decine di incontri organizzati sul territorio da istituzioni finanziarie, camere di commercio, università, associazioni imprenditoriali, per sensibilizzare il mondo imprenditoriale e finanziario sulla nuova opportunità.

Fra le entità a controllo pubblico, si è distinto nella promozione dei mini-bond il Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza (si veda il Box 4.2) che fa riferimento al circuito delle Camere di Commercio.

Portali dedicati ai mini-bond

La nascita dell'industria dei mini-bond in Italia ha determinato anche l'ingresso nella filiera di operatori che, attraverso portali dedicati, contribuiscono a diffondere informazioni sullo sviluppo del settore.

Box 4.2

**Il Consorzio
Camerale per il
Credito e la Finanza**

Il Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza nasce nel 1986 con l'obiettivo di coordinare le iniziative delle CCIAA italiane sulla Borsa Valori. Assume la sua denominazione attuale nel 2004, con la missione di curare la progettazione e la realizzazione di iniziative per migliorare l'accesso delle PMI al mercato del credito e dei capitali di rischio, oltre alla promozione e al supporto per lo sviluppo di nuove e più articolate forme di finanza per i sistemi locali.

Il Consorzio è partecipato da Unioncamere Nazionale, Unioncamere Lombardia, e da alcune delle principali Camere di commercio provinciali.

Oggi il Consorzio Camerale opera come ente funzionale per tutto il sistema delle Camere di commercio italiane e collabora con le altre istituzioni di prossimità. Esso fornisce servizi di analisi, proposta e orientamento strategico e supporto operativo sui temi del credito e della finanza per le PMI.

I temi approfonditi dal Consorzio Camerale sono diversi: il finanziamento bancario, gli strumenti finanziari complementari al canale bancario (*private equity, venture capital, crowdfunding*), le *start-up innovative*, gli effetti sulle PMI delle normative Basilea 2 e Basilea 3, il ruolo dei Confidi nella garanzia del credito.

Sul tema dei mini-bond il Consorzio ha avviato molte iniziative specifiche: i 'Mini-bond Meeting' organizzati nel 2013 e nel 2014 a Milano, durante i quali le imprese interessate hanno potuto incontrare direttamente consulenti esperti e fondi dedicati; seminari *ad hoc* presso diverse CCIAA italiane; la pubblicazione di una guida specifica ('I mini-bond - Istruzioni per l'uso').

Il Consorzio ha costituito un *team* specifico sui mini-bond, composto da Roberto Calugi, Gianmarco Paglietti e Valentina Morelli, i quali animano un gruppo dedicato sui maggiori *social network* ('Quelli che... i minibond').

Internet: www.consorziocamerale.eu

BeBeez.it

Il portale informativo BeBeez.it è una testata giornalistica *online* registrata presso il Tribunale di Milano, promossa da AIFI, nata da un'idea di Stefania Peveraro e Anna Gervasoni.

BeBeez si propone come una vera e propria *community* e propone informazioni, notizie, studi e spunti di riflessione utili ai *manager* delle aziende e agli investitori in titoli mobiliari per la loro attività.

Il nome BeBeez significa 'sii operoso' e fa riferimento all'ape, un piccolo animale, ma molto attivo e dinamico, come sono le aziende di cui BeBeez parla e alle quali si rivolge. Sul sito di BeBeez esiste una sezione dedicata al tema del *private debt*, che pubblica in tempo reale notizie sul mondo dei mini-bond e sui suoi protagonisti: nuove emissioni, fondi di investimento, imprese emittenti.

MinibondItaly.it

Il progetto MinibondItaly, ufficialmente presente sul *web* da ottobre 2014, nasce con l'obiettivo di creare un portale in grado di fornire informazioni sul mondo dei mini-bond in Italia e creare una piattaforma di confronto per tutti gli agenti del settore, che possa costituire un aggregatore di notizie, eventi e riflessioni su questi nuovi strumenti finanziari. Il sito è aggiornato quotidianamente sulle emissioni in corso; inoltre propone riflessioni, articoli, approfondimenti e documenti specifici sull'argomento.

Vengono segnalati gli eventi sul territorio dedicati ai mini-bond: *workshop*, convegni, seminari, corsi di formazione.

Ogni giovedì il portale diffonde una *newsletter* con le informazioni di maggiore rilievo della settimana appena trascorsa.

Nel novembre 2014 è stato lanciato il 'Barometro Minibond', un documento periodico, disponibile e scaricabile gratuitamente (in tutti i suoi aggiornamenti) che riporta dati e statistiche sull'evoluzione del mercato.

Il progetto è stato pensato e sviluppato dalla società di consulenza direzionale e *advisory* finanziaria Business Support SpA e dal suo *managing director*, Andrea Silvello, con la partnership di Roberto Culicchi (Hogan Lovells) e Massimiliano Bonamini (SIRA).

Minibond.it

Il sito minibond.it è un canale di informazione dedicato al mondo dei mini-bond che fa riferimento a un gruppo di professionisti indipendenti e che si pone l'obiettivo di diffondere lo sviluppo di questo strumento mediante l'organizzazione e la partecipazione ad eventi e convegni sul tema del finanziamento delle imprese, nonché tramite l'attività dei singoli professionisti aderenti.

Sul sito, registrato da Alessandro Frezza, vengono proposte informazioni e notizie, e vi è la possibilità da parte delle imprese interessate ad eventuali collocamenti di mini-bond di ottenere un consulto.

Minibond.eu

Promosso da Twin Advisors (società britannica di consulenza fondata da Alessandro Sannini e Alessandro Santo), il portale Minibond.eu è una vetrina informativa sul mondo dei mini-bond. Il sito evidenzia i principali passi che portano verso l'emissione, il collocamento e la quotazione in Borsa.

Minibond.net

Si tratta di un portale gestito dalla società torinese ADB Analisi di Borsa SpA. Anche in questo caso c'è una sezione di *tutorial* sul mondo dei mini-bond che spiega le modalità di collocamento, i riferimenti normativi, i vantaggi per le imprese, gli attori del processo.

OIMB.org (Organismo Italiano Mini-Bond)

L'Organismo Italiano per lo sviluppo del mercato dei Mini-Bond e degli strumenti finanziari per le piccole e medie imprese (o più brevemente OIMB) è una associazione privata spontanea e senza scopo di lucro, che si pone l'obiettivo di essere l'organismo italiano, auto-regolamentato, senza fine di lucro, atto a promuovere un continuo sviluppo del mercato dei mini-bond e degli strumenti finanziari per le piccole e medie imprese agendo in proprio e quale raccordo cooperativo tra tutti i soggetti attivi in tale ambito e nello specifico gli attori del mercato finanziario italiano ed internazionale, le imprese e le associazioni datoriali, gli enti e le istituzioni governative, le università ed il mondo accademico in genere.

OIMB promuove su base stabile ed organizzata ogni attività tesa a favorire il dialogo e l'interazione tra tutti i soggetti interessati allo sviluppo del mercato dei mini-bond, nonché la raccolta e la diffusione di informazioni al fine di facilitare l'accesso a tali informazioni a tutti i soggetti interessati.

Uno dei primi obiettivi sarà l'organizzazione della 'Conferenza Nazionale del Settore dei Mini-bond' cui saranno invitati tutti gli *stakeholders* di riferimento con l'intento di favorire la più ampia partecipazione di idee per il progressivo sviluppo del mercato e di proposte per un continuo miglioramento del quadro legislativo.

Particolare attenzione viene dedicata alla ricerca accademica sul tema dei mini-bond, sia a livello italiano che europeo.

Il presidente di OIMB è Attilio Tranquilli. Il segretario generale è Ermanno Mantova. Il direttivo è composto da personalità di estrazione imprenditoriale, accademica, finanziaria.

5. I fondi di *private debt*

Censimento dei fondi di mini-bond operanti in Italia

La ‘liberalizzazione’ del mercato dei mini-bond ha determinato l’arrivo sulla scena di un soggetto relativamente nuovo per il contesto italiano, ovvero il fondo di *private debt*.

Per il funzionamento efficiente del mercato del capitale non basta che ci siano imprese desiderose di raccogliere finanziamenti per sostenere gli investimenti futuri, ma è necessario che ci siano anche investitori interessati a sottoscriverne i titoli.

Rispetto ai mini-bond, il tema della ‘domanda’ dei titoli si è posto fin da subito. Era ben chiaro che questa nuova ‘*asset class*’ costituita da obbligazioni poco liquide, per controvalori di emissione relativamente basse, collocate da imprese sconosciute al mercato, difficilmente potesse attirare l’attenzione degli investitori ‘tradizionali’. Vi erano poi vincoli intrinseci da superare, quali l’impossibilità di collocare i mini-bond presso investitori *retail*.

Le strade quindi erano essenzialmente due: da una parte favorire le operazioni di ‘cartolarizzazione’ per raggiungere tagli di emissione sufficientemente elevati e quindi di interesse per i grandi gestori (‘impacchettando’ i mini-bond di piccole taglie per creare *asset backed securities*), dall’altra stimolare la nascita di fondi chiusi specializzati nell’investimento in mini-bond. Ecco quindi che accanto al mondo dei fondi di *private equity* si sta sviluppando un parallelo contesto dei fondi di *private debt*.

Il meccanismo di funzionamento di un fondo è molto semplice. Si tratta di un veicolo di investimento (di diritto italiano o estero) che raccoglie una serie di *commitment* da parte di possibili investitori quali possono essere gruppi bancari, fondi di fondi, società assicurative, fondazioni. Il capitale raccolto verrà investito in titoli finanziari (in questo caso mini-bond) secondo regole prefissate, relative alla tipologia dei titoli stessi, alla scadenza, al settore di *business* del loro emittente, al merito creditizio. Il processo di selezione avviene a cura di un *team* di gestione, che studia accuratamente tutti gli aspetti legati a rischio e rendimento atteso. La decisione di investimento viene presa dal fondo, attraverso regole ben codificate, e tipicamente avendo consultato anche i rappresentanti degli investitori. Il fondo può chiedere garanzie all’impresa emittente, e può stipulare accordi relativi alla *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell’investimento. Nel tempo, la remunerazione ottenuta dal fondo sarà poi ri-distribuita agli investitori, al netto delle commissioni caricate dal gestore.

Gli strumenti che hanno favorito la nascita di diversi fondi di mini-bond sul mercato italiano, sono stati essenzialmente due:

1. gli interventi normativi, descritti nel Capitolo 1, che hanno esteso i vantaggi della garanzia del Fondo centrale dello Stato anche ai sottoscrittori di quote di fondi di mini-bond, sotto determinate condizioni;
2. la decisione del Fondo Italiano d’Investimento di destinare un consistente *plafond* alla sottoscrizione di quote di fondi di mini-bond attraverso un processo di selezione fra i *player* candidabili (si veda il Box 5.1).

Questo capitolo è dedicato ad un censimento delle iniziative di fondi di mini-bond attualmente pronte ad operare in Italia. Le informazioni sono ricavate da Internet, da fonti pubblicamente disponibili e da interviste con i gestori dei fondi stessi.

Alla data del 31 gennaio 2015 in Italia risultavano annunciate (e in alcuni casi già operative, avendo superato il primo *closing* di raccolta, e in alcuni casi avendo già effettuato degli investimenti) 29 iniziative di fondi di mini-bond, riassunte in Tabella 5.1.

Tabella 5.1
Le iniziative legate a fondi di mini-bond censite in Italia alla data del 31 gennaio 2015

(*) = primi investimenti già effettuati

	Fondo	Target raccolta (milioni EUR)	Limiti di fatturato delle imprese target (milioni EUR)	Società di gestione o veicolo
1	Advam 1 Corporate Bonds Italy (*)	100	10-250	Advam Partners SGR
2	Advam Trentino Alto Adige	100	10-250 e sede in Trentino A.A.	Advam Partners SGR
3	Amundi Private Debt	200-250	30-500	Amundi SGR
4	Antares AZ1	200	10-300	Futurimpresa SGR
5	Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio (*)	200	80-120 (fino a 200)	Anthilia Capital Partners SGR
6	Blue Lake Italian Minibond	100	40-100	Blue Lake SICAV SIF
7	BNP Paribas Bond Italia PMI (*)	150	30-150	BNP Paribas Inv. Partners SGR
8	Crescita Impresa Italia	100	10-250	Aletti Gestielle SGR
9	Dimensione Tre	n.d.	n.d.	Soprarno SGR
10	Duemme Fondo per le Imprese (*)	150	Superiore a 100	Duemme SGR
11	Emisys Development	150	10-150	Emisys Capital SGR
12	Equita Private Debt Fund	200	Superiore a 100	Lemanik Asset Management SA
13	Euregio Mini-Bond (*)	100	Superiore a 10; imprese del Trentino Alto Adige	PensPlan Invest SGR
14	Fondo di Debito per lo Sviluppo Industriale	n.d.	n.d.	Private Equity Partners SGR
15	Fondo Strategico Trentino Alto Adige	200	Nessun limite; imprese del Trentino Alto Adige	Finanziaria Int. Inv. SGR
16	Fondo Sviluppo Export (*)	350	Imprese con forte vocazione all'esportazione	Amundi SGR
17	HI Crescitalia PMI Fund	200	7,5-250	Hedge Invest SGR
18	Impresa Italia	150	20-120	Riello Investimenti Partners SGR
19	Italian Hybrid Capital Fund RiverRock I	200	50-150	RiverRock European C.P. LLP
20	Italian Privat Debt Fund (*)	200	50-500	Muzinich & Co.
21	Lyxor Berica SME Fund (*)	500	10-150	Lyxor SGR
22	Minibond PMI Italia (*)	150	50-100 (fino a 250)	Finanziaria Int. Inv. SGR
23	Pioneer Sviluppo Italia	200	10-100	Pioneer SGR
24	Progetto Minibond Italia (*)	100	5-100	Zenit SGR
25	Tenax Credit Opportunity Fund (*)	180	n.d.	Tenax Capital Ltd
26	Tikehau Direct Lending III	500	25-1.000	Tikehau Inv. Management
27	Ver Capital Credit Partner Italia V	200	n.d.	Ver Capital SGR

(segue)

	Fondo	Target raccolta (milioni EUR)	Limiti di fatturato delle imprese target (milioni EUR)	Società di gestione o veicolo
28	Vesta Industrial	100	10-250	Fysis Fund SICAV SIF
29	Wise Private debt	200	15-250	Wise SGR

Ai fondi elencati, si aggiungono iniziative per il momento solo annunciate, senza dettagli specifici, quali quelle promosse da Arca SGR (Arca Cedola 2020 Bond PMI) e dal gruppo Giovani Imprenditori di Confindustria Friuli-Venezia Giulia. Va anche precisato che oltre ai fondi 'dedicati' ai mini-bond si annoverano altri veicoli di investimento non specificatamente promossi per questo tipo di strumenti, ma che andranno a investire esplicitamente (in misura non preponderante) anche in questi strumenti (un esempio è il fondo aperto Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia).

Nell'elenco non compare pure il fondo di fondi promosso dal Fondo d'Investimento Italiano (cui è dedicato lo specifico Box 5.1).

Come si nota, la maggioranza delle iniziative è gestita da Società di Gestione del Risparmio (SGR) italiane, attraverso fondi chiusi. In alcuni casi invece il fondo è gestito da un veicolo lussemburghese. Non manca la presenza di qualificati investitori stranieri, probabilmente attratti dalle opportunità offerte dalle PMI nazionali.

La raccolta *target* varia fra € 100 milioni e € 500 milioni. È interessante notare che sommando tali valori per tutte le iniziative si arriva facilmente alla cifra di € 6 miliardi,

Fondo Italiano d'Investimento SGR è una società nata nel 2010 con l'obiettivo di contribuire attraverso l'istituzione di fondi chiusi al finanziamento delle aziende nazionali di media dimensione, incentivando i processi di aggregazione tra le imprese minori, al fine di renderle maggiormente competitive anche sui mercati internazionali.

Il progetto di costituzione è stato elaborato da uno Steering Committee, di cui hanno fatto parte i rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, delle maggiori banche italiane, di Cassa Depositi e Prestiti SpA, di Confindustria e dell'Associazione Bancaria Italiana.

Il primo fondo mobiliare chiuso, dedicato ad investimenti nel capitale di rischio di società di piccole e medie dimensioni operanti nei settori dell'industria, commercio e servizi, ha raccolto € 1,2 miliardi dai gruppi bancari italiani e opera sia attraverso investimenti diretti, sia tramite investimenti indiretti in altri fondi. Nei suoi primi quattro anni di attività, tra interventi diretti e indiretti, ha sostenuto oltre 120 aziende italiane.

Nella seconda metà del 2014 sono stati lanciati due nuovi fondi di fondi, uno dedicato al mercato del *venture capital* e uno a quello del *private debt* per le imprese italiane, che interessa direttamente il mercato dei mini-bond. Esso nasce infatti con l'obiettivo di sostenere la nascita e il duraturo sviluppo del mercato italiano del *private debt*, dedicato alle imprese di piccole e medie dimensioni. Per raggiungere il suo obiettivo, il fondo investe in fondi o altri veicoli operanti stabilmente in Italia per un importo massimo del 50% della *size* totale, le cui politiche di investimento siano focalizzate su mini-bond (quotati e non) emessi da PMI italiane caratterizzate da stabilità o crescita prospettica dei flussi di cassa, dotate di una posizione di mercato ben definita, di una guida imprenditoriale valida e di un gruppo manageriale preparato ed esperto.

I fondi che riceveranno le sottoscrizioni potranno anche investire, in misura non eccedente il 20% degli importi sottoscritti dal Fondo Italiano, in partecipazioni di minoranza al capitale di rischio delle imprese emittenti; dovranno inoltre essere gestiti da professionisti con comprovata esperienza finanziaria e non potranno a loro volta investire in altri fondi.

Il 22 gennaio 2015 il consiglio di amministrazione del Fondo Italiano d'Investimento ha deliberato una prima *short list* di 10 candidature di fondi di mini-bond in cui investire, per un ammontare complessivo di € 250 milioni (finanziati al primo *closing* dalla Cassa Depositi e Prestiti). Seguirà la procedura di *due diligence*, che porterà al perfezionamento della sottoscrizione delle quote. Ecco la lista dei 10 fondi: Antares AZI, Anthilia BIT, Dimensione Tre, Equita Private Debt Fund, Fondo di Debito per lo Sviluppo Industriale, Impresa Italia, Italian Hybrid Capital Fund RiverRock, Italian Private Debt Fund, Ver Capital Credit Partner Italia V e Wise Private Debt. Internet: www.fondoitaliano.it

Box 5.1

Il Fondo Italiano d'Investimento e i mini-bond

che rappresenta un'offerta del tutto ragguardevole per il mercato, se si pensa che finora (come evidenziato nel Capitolo 3) il controvalore totale delle emissioni di mini-bond fatte da PMI è stato pari a € 336,5 milioni.

Per quanto riguarda la tipologia delle imprese *target*, i parametri di riferimento indicati in termini di fatturato sono molto simili. Si possono individuare due gruppi di *player*: fondi che puntano a imprese di piccola dimensione (con fatturato fino a € 250 milioni) e fondi che invece si posizionano su un *target* più elevato (con soglie ben maggiori).

A testimonianza dell'interesse mostrato da alcune banche *retail* verso i mini-bond, si nota che diverse fra le iniziative elencate in Tabella sono partite in cooperazione con gruppi bancari (ad esempio, il fondo Lyxor Berica SME Fund ipotizzava inizialmente su una *partnership* con Banca Popolare di Vicenza, mentre il fondo Minibond PMI Italia coinvolge il gruppo Banca MPS). I gruppi bancari italiani compaiono frequentemente come sottoscrittori delle quote dei fondi chiusi (ad esempio Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio vede fra i suoi sottoscrittori ben 7 banche, fra cui Credito Valtellinese, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Bari). La collaborazione con le banche avviene su diversi fronti: dall'*origination* (segnalazione di imprese *target*) al supporto nello *screening*, dalla distribuzione delle quote del fondo verso i potenziali sottoscrittori (le quote minime vanno da € 125.000 a € 250.000, e oltre per i fondi esteri) fino alla fase del collocamento. Naturalmente a nostro giudizio è opportuno che siano ben chiari i diversi ruoli, per evitare conflitti di interesse. Le banche infatti potrebbero avere interesse ad indirizzare verso i mini-bond le imprese affidate giudicate come più rischiose. Non a caso i regolamenti di alcuni fondi impediscono ogni investimento in titoli collocati da imprese verso cui le banche *partner* sono creditrici.

Vi sono inoltre casi di cooperazione fra case di investimento diverse (è il caso ad esempio della *partnership* fra Antares e Azimut).

Alcuni dei fondi elencati hanno ottenuto il supporto dello European Investment Fund (EIF) o attraverso un co-investimento diretto (come Emisys Development) o attraverso una garanzia prestata sul rischio di credito (come Anthilia BIT).

La Tabella 5.1 evidenzia anche con un asterisco i fondi che alla data di chiusura di questo Report risultavano avere già sottoscritto mini-bond in senso lato. Si tratta di 11 casi, pari a più di un terzo del campione.

Statistiche descrittive

Nelle prossime pagine andremo a descrivere alcune variabili di interesse riferite ai fondi di *private debt* censiti dalla presente ricerca.

La Figura 5.1 suddivide il campione dei 29 fondi di mini-bond in funzione della raccolta *target*. I due gruppi più numerosi si dividono equamente (12 ciascuno) nelle fasce fino a € 150 milioni e da € 150 milioni a € 250 milioni. Solo 3 fondi hanno un *target* superiore.

Box 5.2 AIFI e i mini-bond

AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) è dal 1986 l'associazione italiana di riferimento nel mondo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio.

L'Associazione rappresenta fondi e società che operano attraverso il capitale di rischio, investendo in aziende con l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate. Scopo finale dell'investimento è realizzare un piano di sviluppo delle aziende partecipate.

Sono soci AIFI le società finanziarie di partecipazione, le società di gestione di fondi chiusi italiani, le *advisory companies* di fondi chiusi internazionali, le banche italiane e internazionali con una divisione dedicata all'attività di *private equity*, le finanziarie regionali, le società pubbliche per la nascita e lo sviluppo di attività imprenditoriali.

Nel 2014 AIFI, dopo avere istituito un tavolo informale l'anno precedente, ha esteso ai fondi di *private debt* l'opportunità di aderire all'associazione, al fine di mettere a servizio degli operatori le esperienze già consolidate nel *private equity* e rappresentare istituzionalmente il nascente comparto, sempre nell'ottica di favorire lo sviluppo del sistema imprenditoriale italiano.

Internet: www.aifi.it

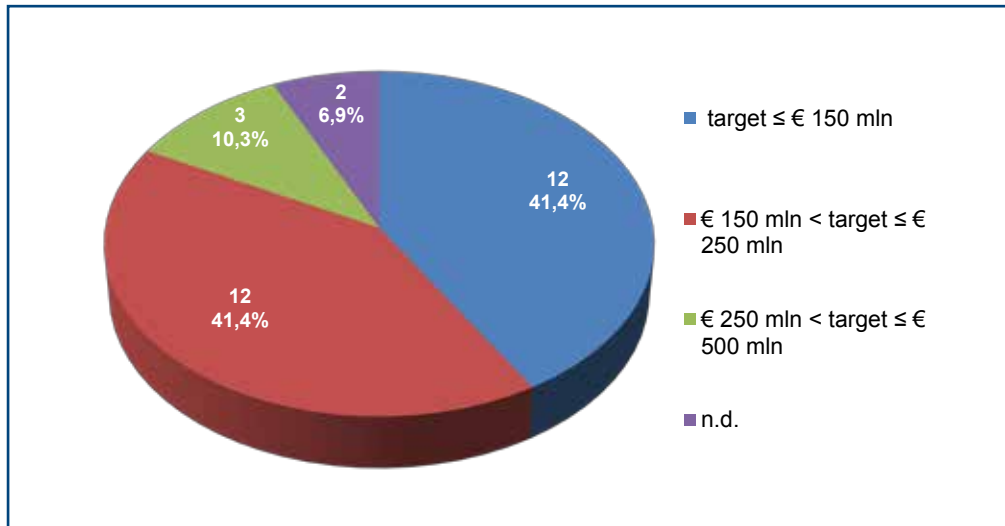


Figura 5.1

Raccogli target dei fondi di mini-bond. Campione: 29 fondi

A fine 2014, la grande maggioranza dei fondi appartenenti al campione aveva raggiunto la tappa del primo *closing*. Secondo un sondaggio condotto dalla rivista MondoAlternative¹ le banche risultavano i primi investitori nei fondi, rappresentando il 29,4% della raccolta, seguite a ruota dalle assicurazioni (27,4%). Distaccate, le società di gestione si attestavano all'11,3%, seguite da casse di previdenza (8,6%), *family office* (6%), fondi pensione (5,8%), fondazioni (3,2%) e *wealth manager* (1,3%).

Il taglio medio di investimento in ogni emissione è abbastanza variabile: si va da importi indicativi pari a € 5 milioni, fino a massimo € 15 milioni, con poche eccezioni.

La Figura 5.2 riporta le statistiche relative alla durata prevista dei fondi. Trattandosi in gran parte di fondi chiusi, la maggioranza di essi completerà il ciclo di investimento nell'arco di 7-10 anni. Vi sono però alcuni investitori con un orizzonte di tempo ancora più limitato.

Sono molti i fondi che intendono distribuire delle cedole nel corso della loro durata, evidentemente grazie alle cedole riscosse sui titoli sottoscritti. Il campione si divide abbastanza equamente fra fondi che non distribuiranno cedole, fondi che la distribuiranno ogni trimestre, piuttosto che ogni semestre, piuttosto che con frequenza annuale.

Nella Figura 5.3 il campione è ordinato in funzione della tipologia di imprese in cui il fondo 'preferisce' investire. Tale informazione è stata esplicitamente comunicata solo per 20 casi. L'area colorata rappresenta il *range* di fatturato delle imprese in cui i fondi vogliono investire. Si nota che quasi tutti si pongono come obiettivo principale di non investire in imprese con fatturato superiore a € 250 milioni (in 6 casi il limite superiore è ancora più basso) mentre per 3 fondi il limite superiore è oltre € 500 milioni.

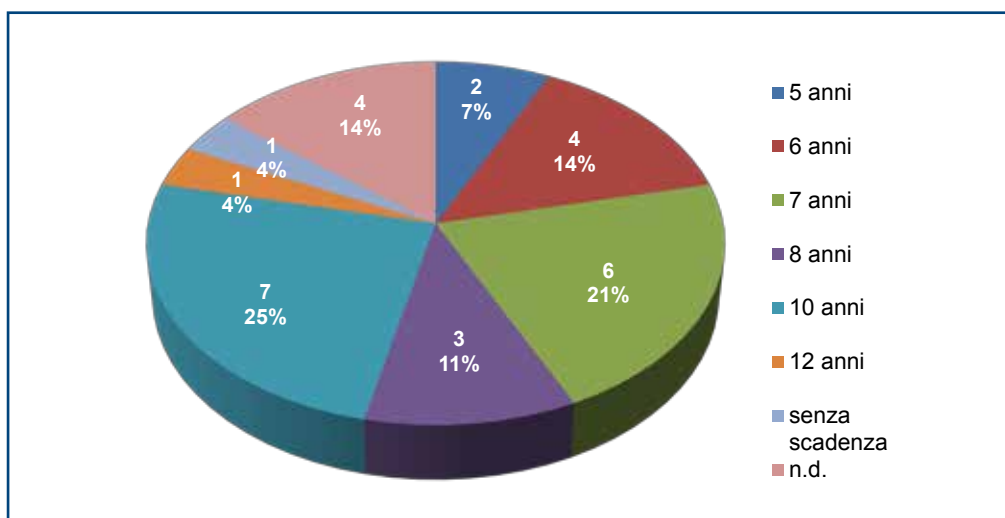
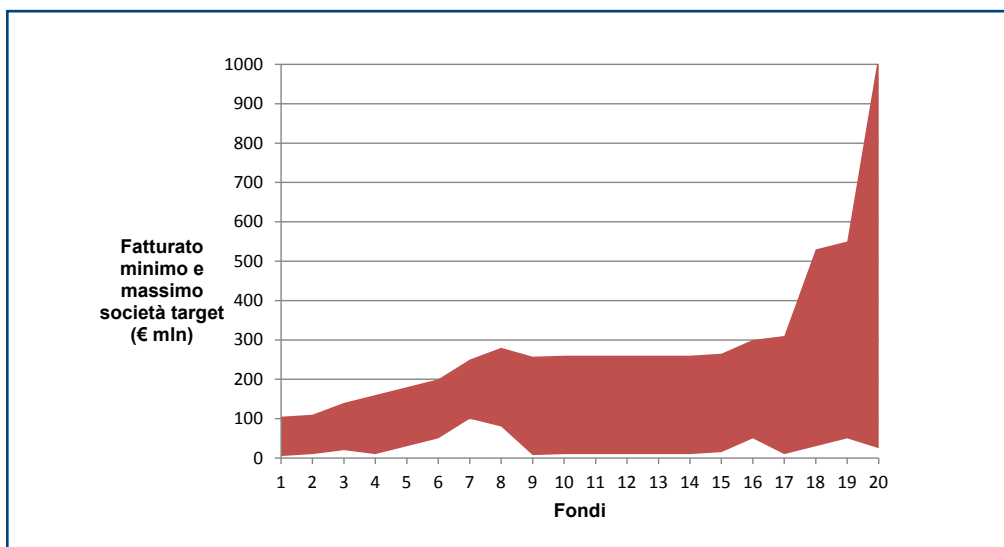


Figura 5.2

Durata media dei fondi di mini-bond. Campione: 29 fondi

Figura 5.3
Target di investimento dei fondi di mini-bond: limiti di fatturato delle imprese. Campione: 20 fondi



Rispetto alle aree di *business*, i fondi sembrano mostrare un orientamento relativo al manifatturiero, escludendo quasi sempre investimenti in società finanziarie o immobiliari. Frequentissimo anche l'esplicito rifiuto a considerare tipologia di attività giudicate 'non etiche' (quali gioco d'azzardo, armi, pornografia).

Il filtro utilizzato per selezionare le imprese si basa sulla buona redditività (misurata dal rapporto Ebitda/Fatturato), su una sana situazione finanziaria (misurata dalla posizione finanziaria netta rispetto al *cash flow*), sulla qualità del *management* e sulla trasparenza della *governance*.

Risulta molto gradito l'orientamento dell'impresa all'internazionalizzazione. Addirittura un fondo (Fondo Sviluppo Export, promosso da SACE e gestito da Amundi SGR - si veda il Box 5.3) è primariamente dedicato al supporto di progetti di *export* e investimenti diretti esteri.

Per quanto riguarda le tipologie di mini-bond in cui il fondo può investire, generalmente non si pongono limiti particolari. Alcuni fondi definiscono una scadenza minima e massima dei titoli (in genere fra 3 e 7 anni). Altri limitano l'attenzione ai solo titoli quotati (così come c'è chi investirà solo in titoli non quotati). Altri ancora escludono investimenti in mini-bond con rimborso del capitale a scadenza (ammettendo solo la tipologia '*amortising*').

È interessante osservare i vincoli rispetto al *rating* dei titoli candidati per l'investimento. La stragrande maggioranza dei fondi seleziona solo opportunità classificate come

Box 5.3
SACE e i mini-bond

SACE nasce nel 1977 come Sezione speciale per l'Assicurazione del Credito all'Esportazione dell'Istituto Nazionale Assicurazioni. Nel 2004, in attuazione della Legge 326/2003 diventa SACE S.p.A. e passa sotto il controllo totalitario della Cassa Depositi e Prestiti.

Si tratta di un ente assicurativo-finanziario attivo nell'*export credit*, nell'assicurazione del credito, nella protezione degli investimenti, nelle garanzie finanziarie, nelle cauzioni e nel *factoring*. SACE assume in assicurazione e/o in riassicurazione i rischi a cui sono esposte le aziende italiane nelle loro transazioni internazionali e negli investimenti all'estero.

Nella primavera 2014 SACE (non senza qualche polemica iniziale - almeno secondo quanto scritto dalla stampa - rispetto ai rapporti con la controllante e rispetto alla concorrenza con altre iniziative private in atto) ha deciso di promuovere la creazione di un fondo di *private debt* di € 350 milioni (di cui metà versati dallo stesso ente e metà dalla Banca Europea per gli Investimenti) destinato a supportare progetti di internazionalizzazione ed *export* delle PMI italiane.

Il fondo (Fondo Sviluppo Export) è stato costituito nell'inverno 2014 ed affidato in gestione ad Amundi SGR. Il primo investimento è stato approvato in febbraio 2015 con la sottoscrizione di un'obbligazione da € 12,5 milioni emessa dal pastificio abruzzese De Cecco per supportare il piano di sviluppo del *brand* nei mercati per la pasta come Stati Uniti, Giappone, Inghilterra, Germania, Francia e Sud Est Asiatico

Internet: www.sace.it

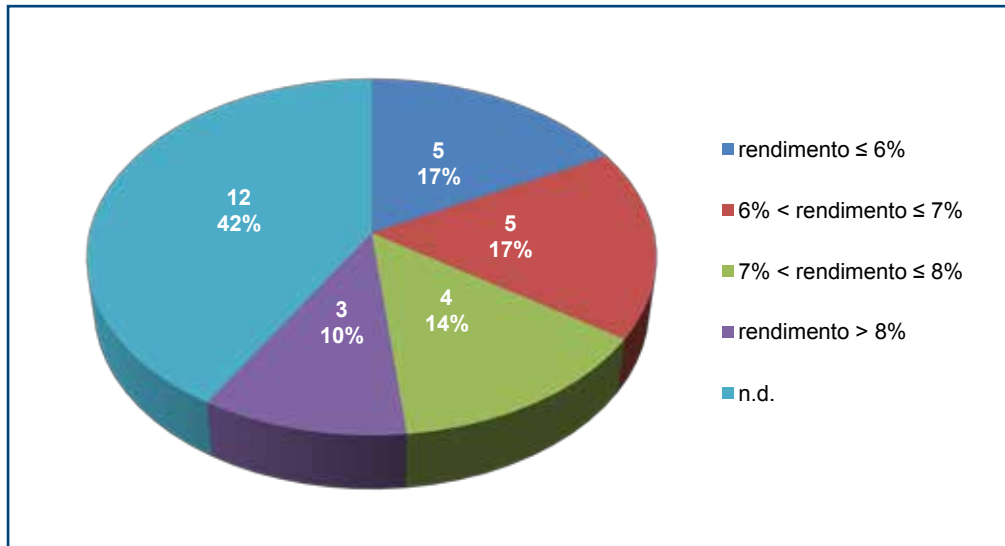


Figura 5.4

Rendimenti lordi obiettivo dei fondi di mini-bond.
Campione: 29 fondi

'investment grade' escludendo quindi titoli con elevato rendimento, ma anche elevato rischio. Il *rating* viene attribuito dai fondi o attraverso sistemi interni di *scoring* (le metodologie più citate sono RiskCalc™ Italy, mutuata da Moody's Analytics) o da società esterne.

L'esistenza di garanzie a favore degli investitori non sembra essere un fattore particolarmente ricercato. Anzi in molti casi i fondi dichiarano esplicitamente di voler investire solo in titoli *unsecured*. È invece richiesta spesso la presenza di *covenant* finanziari, con l'impegno a rispettare determinati *ratio* di bilancio relativi a: leva finanziaria, *cash flow*, posizione finanziaria netta.

La Figura 5.4 analizza i dati sui rendimenti lordi obiettivo dichiarati dai fondi, laddove disponibili. In 5 casi prudentemente si è indicato un IRR (*internal rate of return*) lordo inferiore al 6%. Altri fondi si sono posizionati su valori *target* compresi fra 6% e 8%. In 3 casi si punta a un rendimento annuale superiore (evidentemente privilegiando l'investimento in mini-bond con *high yield* ma anche con maggiore rischio).

Infine la Figura 5.5 riporta le statistiche sulle commissioni di gestione, laddove dichiarate. Quasi un terzo dei fondi ha fissato una commissione di gestione inferiore o uguale a 1%. Il 21% si è posizionato fra l'1% e l'1,5%. Solo 2 fondi addebitano commissioni annue superiori, e comunque al massimo pari al 2%. Va ricordato che il regolamento dei fondi potrà poi prevedere delle commissioni di *performance*, in funzione del risultato finale. Trattandosi di fondi che investono in titoli di debito, non è comunque pensabile disporre di un *carried interest* paragonabile rispetto a quello del mondo del *private equity*.

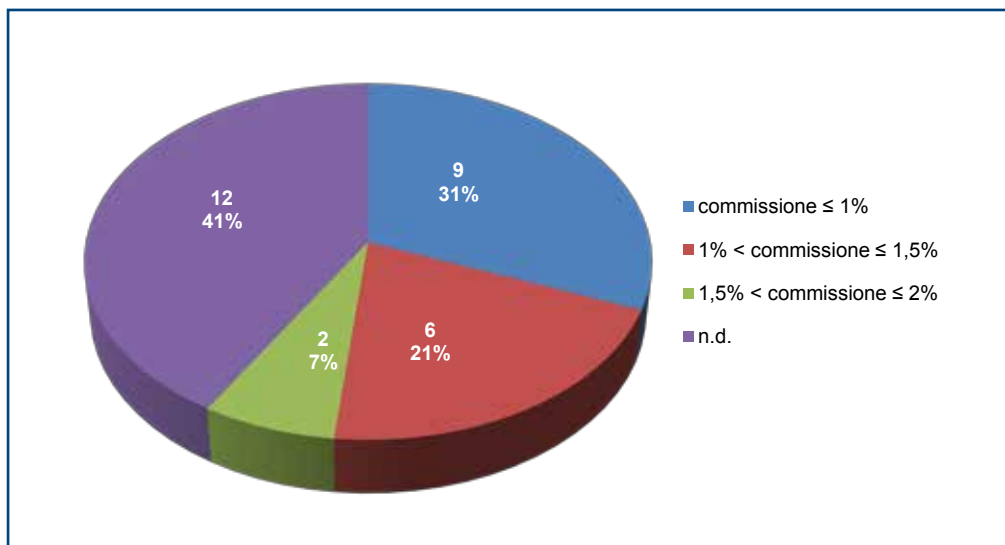


Figura 5.5

Commissioni annue di gestione previste dai fondi di mini-bond.
Campione: 29 fondi

6. I trend in atto e gli scenari futuri

A conclusione di questo primo Report dedicato alla nascente industria dei mini-bond in Italia, è già possibile tracciare un primo bilancio e intuire quella che sarà l'evoluzione futura del mercato.

Innanzitutto occorre prendere atto che il quadro normativo (salvo taluni aggiustamenti suggeriti dall'esperienza in corso) è sostanzialmente completo.

Il mercato è partito, forse un po' in sordina, ma con ritmi costanti di crescita. Le prime operazioni sono state costruite con una logica *'tailor-made'*, e grazie soprattutto all'attivismo di una ristretta cerchia di operatori, molto specializzati. Altri invece - soprattutto i grandi gruppi bancari - hanno preferito osservare, raccogliere comunque informazioni e sondare il terreno, con una prospettiva di medio termine.

Probabilmente le dinamiche del mercato nei prossimi mesi saranno destinate a cambiare, con l'arrivo dei fondi di *private debt*. Siamo dunque alla vigilia di una fase 2.0 in cui osserveremo una *'ingegnerizzazione'* del processo, per cui saranno gli investitori (sostanzialmente i fondi, in concorrenza fra loro) a ricercare le imprese per accompagnarle nel processo di raccolta. Gli attori descritti nel Capitolo 4 assumeranno un ruolo formalizzato, affiancando emittenti e investitori, grazie anche all'esperienza maturata nell'ultimo biennio.

I due maggiori interrogativi riguardano da una parte la disponibilità *'vera'* delle imprese a confrontarsi con il mercato dei mini-bond, dall'altra la capacità delle imprese di ottemperare alle *'promesse'* di remunerazione e rimborso.

I dati evidenziati in questo Report mostrano che questi titoli non rispondono probabilmente alle esigenze delle PMI di ridurre il costo del capitale di debito (per lo meno in questa situazione di mercato con tassi di interesse particolarmente bassi). La Figura 6.1 mostra i risultati di un'analisi in cui partendo dalle condizioni dei prestiti, e considerando anche i prezzi di collocamento (non sempre alla pari) è stato calcolato lo spread di

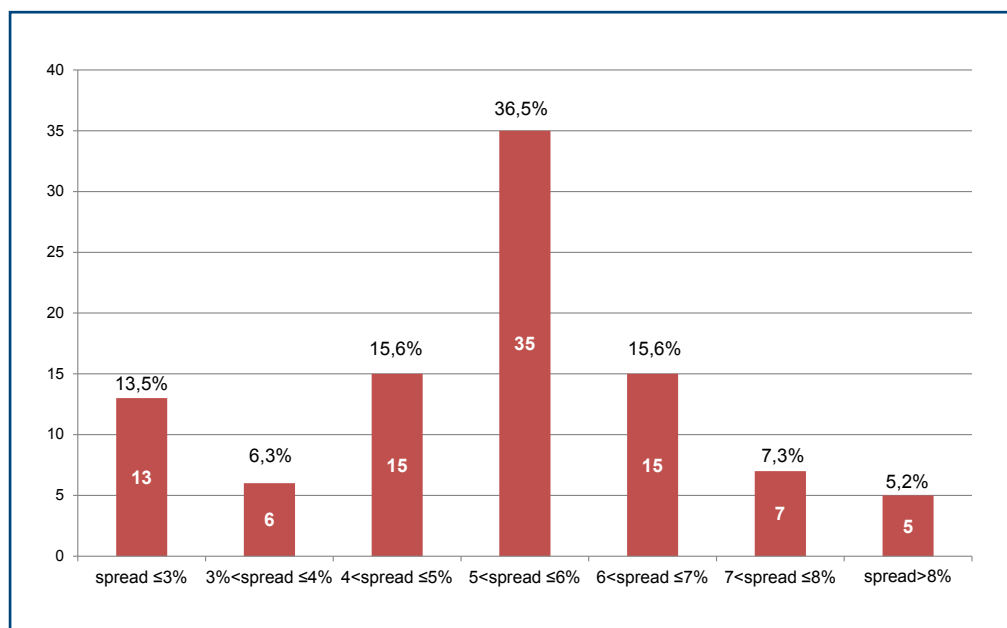


Figura 6.1
Spread medio fra rendimento offerto dai mini-bond e tasso interbancario di base. Campione: 96 emissioni

rendimento rispetto ai tassi interbancari. L'obiettivo è quello di individuare un parametro immediato del 'costo' dei mini-bond per gli imprenditori, da poter essere confrontato con le condizioni bancarie. Per i mini-bond a tasso variabile è stato estrapolato direttamente lo *spread*, mentre per i mini-bond con cedola fissa è stato considerato il tasso Eurirs (*interest rate swap*) alla scadenza coincidente con la durata del titolo.

I risultati mostrano che il costo del capitale di debito associato ai mini-bond non è probabilmente competitivo rispetto al credito bancario, almeno per le imprese che godono di migliore salute. Per oltre un terzo delle emissioni lo *spread* risulta compreso fra il 5% e il 6%.

Il vero vantaggio deve dunque essere ricercato nella possibilità di diversificare le fonti di finanziamento, affrancandosi da una relazione di esclusività con le banche, e dal pericolo della richiesta di una rinegoziazione delle condizioni di credito (o peggio di una revoca delle linee di credito al mutare delle condizioni di mercato, o comunque in funzione delle strategie della banca).

Per quanto riguarda la sostenibilità del debito, una prima ricerca tesa a confrontare la marginalità corrente delle emittenti con i flussi di cassa futuri a servizio della remunerazione dei mini-bond non evidenzia situazioni di particolare rischio (tranne in sporadici casi di imprese caratterizzate da un Ebitda negativo). Per quanto riguarda il rimborso del capitale (almeno per le operazioni *bullet*) è altamente probabile che si assisterà ad un rinnovo dei prestiti (*rollover*).

Un elemento chiave per il successo dell'operazione 'mini-bond' sarà la diffusione fra le PMI di una cultura di *governance* pronta a confrontarsi con il mercato del capitale. Si tratta di un profondo mutamento per il contesto italiano, abituato al modello dell'impresa padronale e familiare.

Da questo punto di vista è immaginabile che i mini-bond possano essere il primo passo per 'educare' le aziende ad essere più trasparenti e a lasciarsi 'contaminare' nella gestione da competenze esterne al nucleo dei proprietari-azionisti. Passo che potrebbe essere propedeutico a successive operazioni di *private equity* o di quotazione dei titoli azionari sui mercati borsistici. È intuibile che il diffuso interesse verso i mini-bond da parte di numerosi operatori sul mercato sia anche correlato a considerarli come 'anticamera' per successivi collocamenti da gestire.

Altro tema di futuro interesse sarà il monitoraggio sia delle società emittenti (per verificare come sarà effettivamente utilizzato il capitale raccolto e se davvero contribuirà a rilanciare gli investimenti complessivi e la crescita) sia degli scambi dei titoli sul secondario.

Stiamo parlando di un'industria destinata a crescere nel futuro? Le interviste condotte per la preparazione di questo Report hanno evidenziato una significativa *pipeline* di nuovi collocamenti di mini-bond nel 2015. Vi sono segnali di un sempre più marcato interesse non solo di gestori di fondi, ma anche delle banche. Alcune hanno subito intuito le potenzialità di questo strumento, altre arriveranno in un secondo momento.

Certamente manca ancora un attore a completare il quadro, ovvero le società assicurative. Sarà interessante osservare se come affronteranno l'opportunità degli investimenti nei mini-bond, e come si doteranno delle competenze necessarie.

Un ambito di possibile sviluppo per il futuro potrebbe essere quello delle cartolarizzazioni. Le potenzialità sono immense: basti pensare alla possibilità di creare delle operazioni di 'mini-bond di distretto' sia in senso geografico, sia per *cluster* di attività. Ciò consentirebbe sia di catturare l'attenzione anche di operatori disposti ad investire solo sopra una certa soglia, sia di diversificare il rischio.

Un altro mercato ancora tutto da strutturare, secondo gli auspici di molti operatori e dei *policymakers*, è quello dei 'project bond' ovvero titoli obbligazionari che potrebbero sup-

plire ai cronici problemi della finanza pubblica nel finanziare progetti infrastrutturali. Un approfondimento specifico sul tema è contenuto nel Box 6.1

I *project bond* sono obbligazioni di scopo emesse da società per finanziare la realizzazione di un progetto infrastrutturale o di un servizio di pubblica utilità. La remunerazione di questi titoli dipende unicamente dai flussi finanziari che il progetto è in grado di assicurare. Il rischio è quindi legato alla corretta previsione di quelli che saranno i proventi futuri raccolti dalla gestione dell'infrastruttura (ad esempio i pedaggi per un'autostrada, o la vendita dell'energia prodotta da una centrale, o l'affitto dell'infrastruttura stessa).

Con il Decreto 'Sviluppo' è stata consentita l'emissione di *project bond* anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione di un'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità di cui la predetta società sia titolare.

A dicembre 2014 è stato emesso il primo *mini-project bond* del mercato italiano da parte di Antin Solar Investment S.p.A., finalizzato al finanziamento di impianti fotovoltaici in Italia. Il *mini-bond* è stato sottoscritto dalle società assicurative francesi Aviva e SCOR Group. Il collocamento ammonta a € 85 milioni in due *tranche*, entrambe a scadenza 14 anni e con struttura *amortizing* (cioè con rimborso rateale del capitale). Una *tranche* da € 20 milioni è a tasso fisso e paga una cedola del 3,552%, mentre l'altra *tranche* da € 65 milioni è a tasso variabile e paga una cedola pari al tasso Euribor a sei mesi più uno *spread* pari a 3,35%.

Una precedente sperimentazione in Italia risale al 'Progetto Andromeda' nel 2010, sempre per un impianto fotovoltaico, ma presentava caratteristiche profondamente diverse sia in termini di struttura, che di profilo di rischio e tipologia di investitori coinvolti. Si trattava infatti di una *ssecuritisation* di un finanziamento erogato a favore della società di progetto, tramite la costituzione di un veicolo per la cartolarizzazione.

In Europa le principali emissioni di *project bond* sono collegate allo strumento del Project Bond Credit Enhancement (PBCE) offerto dalla Banca Europea per gli Investimenti, prevalentemente in forma *unfunded*, che rappresenta una sorta di copertura del 'primo rischio' a favore del debito *senior*, innalzandone il *rating*.

Sicuramente per l'auspicabile sviluppo dei *project bond* in Italia anche a favore delle infrastrutture di base sarà necessario per gli enti pubblici dotarsi di competenze in tal senso, e prevedere corretti meccanismi di *risk sharing* fra le parti, ovvero il pubblico e il privato.

Box 6.1

I project bond

Appendice

Elenco delle emissioni di mini-bond nel campione di analisi

	Società emittente	Mese
1	Guala Closures S.p.A.	nov-2012
2	Rottapharm Ltd	nov-2012
3	Zobeles Holding S.p.A.	gen-2013
4	IVS F. S.p.A.	apr-2013
5	Buscaini Angelo S.r.l.	apr-2013
6	Teamsystem Holding S.p.A.	mag-2013
7	Sisal Group S.p.A.	mag-2013
8	FIDE S.p.A.	giu-2013
9	Consulting Automotive Aerospace Railway S.p.A.	giu-2013
10	Prada S.p.A.	giu-2013
11	Salini Costruttori S.p.A.	lug-2013
12	Gamenet S.p.A.	lug-2013
13	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
14	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
15	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
16	Manutencoop Facility Management S.p.A.	lug-2013
17	Primi sui motori S.p.A.	ago-2013
18	Filca Cooperative Società Cooperativa	set-2013
19	Sudcommerci S.r.l.	ott-2013
20	Rhino Bondco S.p.A.	nov-2013
21	Grafiche Mazzucchelli S.p.A.	nov-2013
22	Meridie S.p.A.	nov-2013
23	Marcolin S.p.A.	nov-2013
24	Mille Uno Bingo S.p.A.	nov-2013
25	Rhino Bondco S.p.A.	nov-2013
26	Fincantieri S.p.A.	nov-2013
27	Alessandro Rosso Group S.p.A.	dic-2013
28	Iacobucci HF Electronics S.p.A.	dic-2013
29	GPI S.p.A.	dic-2013
30	ETT S.p.A.	dic-2013
31	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	gen-2014
32	Microcinema S.p.A.	gen-2014
33	JSH Group S.p.A.	gen-2014
34	Ternienergia S.p.A.	feb-2014
35	Cogemat S.p.a.	feb-2014
36	Bomi Italia S.p.A.	mar-2014
37	Ipi S.p.A.	apr-2014
38	Tesmec spa	apr-2014
39	Rsm Italy Audit & Assurance S.r.l.	apr-2014
40	Primi sui motori S.p.A.	mag-2014

	Società emittente	Mese
41	Enna Energia S.r.l.	mag-2014
42	ETT S.p.A.	mag-2014
43	Dynamica Retail S.p.A.	mag-2014
44	SEA S.p.A.	mag-2014
45	IMI FABI S.p.A.	giu-2014
46	Officine Maccaferri S.p.A.	giu-2014
47	S.G.G. Holding S.p.A.	giu-2014
48	Selle Royal S.p.A.	giu-2014
49	L'Isolante K-Flex S.p.A.	giu-2014
50	FRI-EL Biogas Holding S.r.l.	lug-2014
51	E.s.tr.a. S.p.A. Energia Servizi Territorio Ambiente	lug-2014
52	Rigoni di Asiago S.r.l.	lug-2014
53	Cooperativa Muratori & Cementisti - C.M.C. di Ravenna Soc. Coop.	lug-2014
54	Coswell S.p.A.	lug-2014
55	Twin Set - Simona Barbieri S.p.A.	lug-2014
56	Te Wind S.A.	lug-2014
57	Trevi - Finanziaria Industriale S.p.A.	lug-2014
58	Acque del Basso Livenza S.p.A.	lug-2014
59	Acque del Chiampo S.p.A.	lug-2014
60	Acque Vicentine S.p.A.	lug-2014
61	Alto Vicentino Servizi S.p.A.	lug-2014
62	Azienda Servizi Integrati S.p.A.	lug-2014
63	Bim Gestione Servizi Pubblici S.p.A.	lug-2014
64	Centro Veneto Servizi S.p.A.	lug-2014
65	Energia Territorio Risorse Ambientali S.p.A.	lug-2014
66	M.P.G. Manifattura Plastica S.p.A.	lug-2014
67	Global System International S.p.A.	ago-2014
68	ETT S.p.A.	ago-2014
69	S.I.G.I.T - Società Italiana Gomma Industriale Torino S.p.A.	ago-2014
70	Eurotranciatura S.p.A.	ago-2014
71	Gruppo P.S.C. S.p.A.	ago-2014
72	Tesi S.p.A.	set-2014
73	S.I.P.C.A.M. Società Italiana Prodotti Chimici e per l'Agricoltura Milano S.p.A.	set-2014
74	Coesia S.p.A.	set-2014
75	Molinari S.p.A.	ott-2014
76	Inglass S.p.A.	ott-2014
77	M.E.P. - Macchine Elettroniche Piegatrici S.p.A.	ott-2014
78	Usco S.p.A.	ott-2014
79	Geodata Engineering S.p.A.	ott-2014
80	Enerventi S.p.A.	ott-2014
81	American Coffee Company S.p.A.	ott-2014
82	Exprivia Healthcare IT S.r.l.	ott-2014
83	Innovatec S.p.A.	ott-2014
84	ITAL TBS Telematic & Biomedical Services S.p.A.	ott-2014
85	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	nov-2014
86	Waste Italia Holding S.p.A.	nov-2014
87	Antin Solar Investments S.p.A.	dic-2014
88	Antin Solar Investments S.p.A.	dic-2014
89	Penelope S.p.A.	dic-2014
90	Eco Eridania S.p.A.	dic-2014

	Società emittente	Mese
91	Dynamica Retail S.p.A.	dic-2014
92	Olsa S.p.A.	dic-2014
93	Dedagroup S.p.A.	dic-2014
94	ETT S.p.A.	dic-2014
95	Corvallis Holding S.p.A.	dic-2014
96	Generalfinance S.p.A.	dic-2014



Il gruppo di lavoro

Giancarlo Giudici - direttore scientifico dell'Osservatorio Mini-Bond
Simone Cirmi
Alessandro Mazzieri
Luana Sellaro
Valerio Timarco

Comitato scientifico: Vittorio Fiore, Valentina Lanfranchi, Anna Marucci, Francesco Pacifici, Guido Romano

Per qualsiasi commento e richiesta di informazioni:
info@osservatoriomibond.it

La School of Management

La School of Management del Politecnico di Milano

La School of Management del Politecnico di Milano è stata costituita nel 2003. Essa accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo del *management*, dell'economia e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale, le Lauree e il PhD Program di Ingegneria Gestionale e il MIP, la *business school* del Politecnico di Milano, focalizzata in particolare sulla formazione *executive* e sui programmi Master. Essa si avvale attualmente – per le sue molteplici attività di formazione, ricerca e consulenza – di oltre 250 docenti (di ruolo o a contratto, italiani o di provenienza estera) e di circa 250 dottorandi e collaboratori alla ricerca.

Le attività della School of Management si articolano in:

- ❑ Osservatori su numerosi temi di strategia, finanza, ICT e *management* che fanno capo per le attività di ricerca al Dipartimento di Ingegneria Gestionale;
- ❑ Formazione *executive* e programmi Master, erogati dal MIP;
- ❑ Progetti di ricerca finanziati da fonti pubbliche (incluso la Commissione Europea) e private.

Il gruppo di Finanza della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *start-up* innovative.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *concentration* specifica in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

Internet: www.som.polimi.it



I sostenitori della ricerca

Partner

- Cerved Rating Agency
- Deloitte

Partner istituzionali

- Ministero dello Sviluppo Economico
- Borsa Italiana
- AIFI



Cerved Rating Agency
www.cervedgroup.com

Cerved Rating Agency è l'agenzia di *rating* italiana specializzata nella valutazione del merito di credito di imprese non finanziarie.

Nata con l'obiettivo di valorizzare le competenze sviluppate da Cerved nel campo delle valutazioni del merito di credito e offrire al mercato un servizio di alta qualità, Cerved Rating Agency è registrata quale agenzia di *rating* europea. Ha ottenuto da Banca d'Italia il riconoscimento di External Credit Assessment Institution (ECAI) e dalla Banca Centrale Europea l'ammissione al perimetro ECAF (Eurosystem Credit Assessment Framework) quale Rating Tool.

Per questo i *rating* di Cerved Rating Agency sono riconosciuti in ambito europeo e utilizzabili a fini regolamentari.

I *credit rating* sono giudizi riguardanti il merito di credito prospettico di soggetti debitori, ovvero la loro capacità di rimborsare puntualmente le obbligazioni finanziarie. Elaborati sulla base di una misura di rischio che indica la probabilità di un soggetto di risultare insolvente rispetto alle sue obbligazioni finanziarie entro un determinato orizzonte temporale, possono essere attribuiti a enti o strumenti finanziari.

Cerved Rating Agency emette *rating* del credito anche su richiesta del soggetto valutato, sia esso una grande azienda o una PMI. I *rating* infatti possono essere richiesti non solo per l'emissione di strumenti di debito (mini-bond, cambiali finanziarie) ma anche per ottenere una valutazione indipendente e professionale sui punti di forza e le criticità dell'impresa, qualificarsi nei rapporti con le istituzioni e i mercati finanziari o accreditare l'impresa verso nuovi partner d'affari.

Cerved Rating Agency garantisce l'oggettività, l'integrità e la trasparenza dei propri *rating*, basati su una metodologia rigorosa e sistematica, che integra variabili di natura quantitativa e qualitativa.



Il network Deloitte

Deloitte è leader nei servizi professionali alle imprese e porta i propri clienti al successo grazie al suo know how di alta qualità e a una profonda conoscenza dei singoli mercati in cui è presente. Nel mondo opera in oltre 150 Paesi e con oltre 210.000 professionisti. In Italia è presente dal 1923, ogni anno collabora con oltre 5 mila clienti ai quali offre, attraverso un network di società e studi professionali tra loro separati e indipendenti, ma tutti facenti parte del network Deloitte, un portafoglio completo di servizi nelle aree audit, consulting, *financial advisory, risk management, tax e legal*.

In particolare Deloitte è l'*advisor* qualificato che assiste la crescita delle imprese attraverso la comprensione e la valutazione delle tematiche legate all'accesso al credito e alla ricerca di nuovi capitali. L'elevata conoscenza dei mercati internazionali e di tutte le specificità che caratterizzano gli strumenti finanziari, consente ai professionisti di Deloitte di offrire una gamma di proposte ad alto valore aggiunto per gestire al meglio le situazioni più complesse, sostenere gli investimenti, consolidarsi in termini dimensionali. Per questo motivo Deloitte partecipa, in collaborazione con le istituzioni, il mondo universitario e le associazioni imprenditoriali ad iniziative finalizzate alla sensibilizzazione verso strumenti di finanziamento innovativi e diversificati, come i mini-bond, che offrono nuove risorse alle imprese italiane per rafforzarsi nel contesto economico in cui operano senza ricorrere all'indebitamento bancario.

Deloitte
www.deloitte.it

.....PARTNER.....



www.osservatoriominibond.it

.....PARTNER.....
ISTITUZIONALI



Ministero dello Sviluppo Economico



AIFI

Associazione Italiana
del Private Equity e Venture Capital