

*Dipartimento di Impresa e Management cattedra di  
Economia Aziendale*

# **Prospettive ed Evoluzione del Mercato dei Minibond**

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Manfredi Antonino Zichichi  
Matr. 163601

ANNO ACCADEMICO

2013/2014



# **Indice**

## **Introduzione**

## **Capitolo 1 - I Mini-Bond e il mercato europeo**

### **1.1 L'esperienza tedesca**

### **1.2 Il mercato tedesco in numeri**

### **1.3 Lo scenario in altri paesi**

## **Capitolo 2 - Diffusione dei Mini-Bond in Italia**

### **2.1 La Risposta normativa in Italia**

### **2.2 Trattamento Fiscale**

## **2.3 L'iter di emissione**

## **2.4 La diffusione in Italia**

## **2.5 Fondi specializzati in Minibond.**

## **2.6 Il Fondo "Minibond PMI" di Banca MPS**

# **Capitolo 3 - Casi studio**

## **3.1 Il caso pilota CAAR**

I. L' emissione in numeri

II. L'impatto sul bilancio

## **3.2 L'emissione di SIGIT S.p.A.**

I. La società

II. La risposta attraverso i Minibond

### **3.3 Differenze tra l'emissione CAAR S.p.A. e SIGIT S.p.A.**

### **3.4 Il "Maxibond" di Salini Costruzioni**

## **Conclusione**

## **Bibliografia e Sitografia**

# Introduzione

In Italia le piccole e medie imprese (PMI<sup>1</sup>) costituiscono una realtà numericamente estremamente significativa, circa il 99,8% (95% sotto i 10 dipendenti, 4,8% tra i 10 e i 250 dipendenti) del totale delle aziende . I settori di cui si occupano prevalentemente le PMI sono: il terziario (76%), in particolare nelle attività immobiliari, di informatica e di ricerca (25,2%) e il commercio al dettaglio (16,5%) (tab.1).

Nel settore industriale operano prevalentemente le medie imprese con più di 100 dipendenti.

Le PMI non costituiscono solo numericamente l'ossatura del sistema produttivo nazionale, ma anche il loro contributo in termini di occupazione è rilevante: impiegano, infatti, oltre l'81% degli occupati, in particolare nel settore dei servizi (circa il 49%). Analoga situazione si registra anche in termini di valore aggiunto:

---

<sup>1</sup> PMI: per piccole si intendono le imprese con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore ai 10 milioni di euro; per medie, le imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro.

il 72,4% (esclusa l'agricoltura) è prodotto dalle PMI, da quelle che operano nel terziario (tab.2)<sup>2</sup>.

La situazione finanziaria di questi importanti soggetti dell'economia italiana è molto critica ormai da anni, e questo dipende prevalentemente dalle banche (oltre il 90% delle PMI è completamente finanziato da istituti di credito)<sup>3</sup>.

Questa "debolezza" finanziaria delle imprese italiane rispetto alle rivali europee, nelle quali la composizione del capitale presenta una forte allocazione dei soci ed un ricorso a forme di finanziamento diverso da quello bancario<sup>4</sup>, deriva dalla crescita del credito bancario (trattandosi di un vero e proprio "credito facile"<sup>5</sup>) che è avvenuta dagli inizi degli anni 2000, e che in molti casi non riscontrava un vero e proprio rapporto tra investimenti e produzione (tabella 3).

Dopo la crisi che ha colpito il settore bancario nel 2007 in America, e a partire dal 2009 in Italia, la situazione è drasticamente mutata, infatti per le PMI è diventato praticamente

---

<sup>2</sup> Fonte: *Le Piccole e Medie Imprese in Italia* a cura dell'ufficio studi di Confcommercio.

<sup>3</sup> Negli altri paesi occidentali il 60% delle fonti di finanziamento dipende dalle banche, di fatto in Italia si è parlato di dipendenza storica.

<sup>4</sup> Nel Regno Unito e in Francia l'utilizzo dei titoli di debito ha riscontrato molto successo prima che in Italia.

<sup>5</sup> Le banche non seguivano dei test significativi di meritevolezza per l'emissione di prestiti.

impossibile trovare una risposta al fabbisogno finanziario attraverso il prestito bancario (grafico1).

Il legislatore europeo ha cercato di aiutare questi operatori dell'economia dei vari paesi del vecchio continente attraverso molte vie, tra le quali: quella di abbassare il costo del capitale prestato dalla Bce alle banche commerciali fino a livelli incredibilmente bassi incentivando queste ultime ad erogare prestiti alle imprese, e quella di introdurre in Italia un pacchetto di disposizioni attuato prima attraverso il Decreto Sviluppo<sup>6</sup> e infine perfezionato con il Decreto Destinazione Italia<sup>7</sup>, che dia la possibilità alle piccole e medie imprese non quotate di erogare delle obbligazioni: i cosiddetti Minibond.

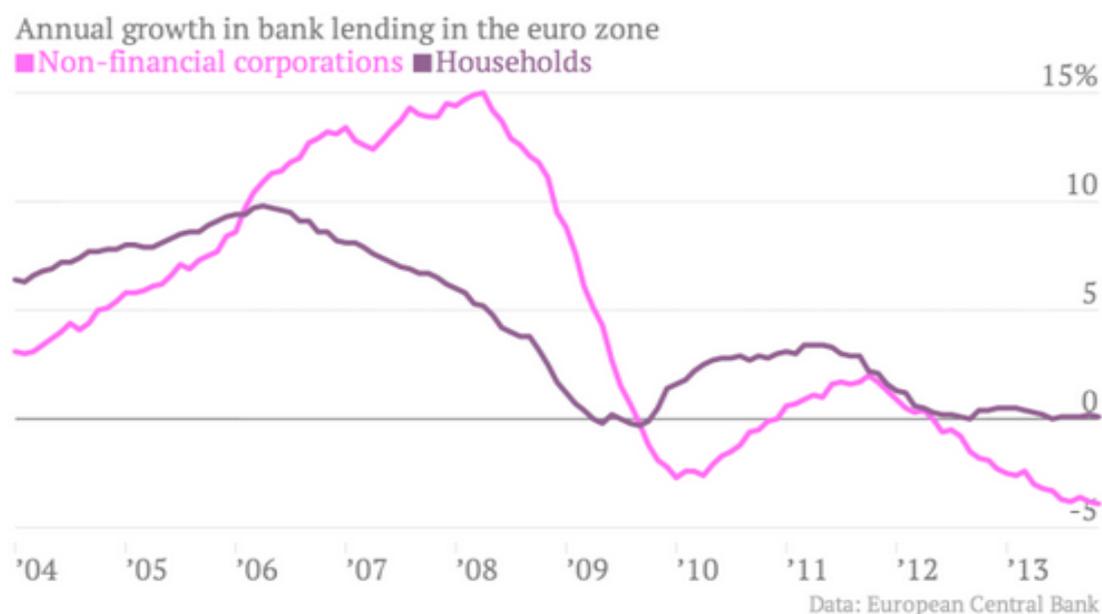


Grafico 1. Fonte Banca Centrale Europea

<sup>6</sup> Decreto Sviluppo:D.L.83/2012 elaborato dal Governo Monti per fronteggiare la crisi economica italiana, con misure volte a rilanciare parzialmente l'economia italiana a vantaggio delle PMI

<sup>7</sup> Decreto Destinazione Italia:D.L 145/2013 convertito in legge il 21/02/2014 reca novità significative riguardanti il regime fiscale agevolato dell'imposta sostitutiva su finanziamenti bancari, emissioni obbligazionarie, nonché rilevanti interventi normativi in tema di mini bond, cambiali finanziarie e operazioni di cartolarizzazione.

**Tab. 1 - Le imprese in Italia: dimensione per classi di addetti - 2006**

	Numero imprese per classi addetti					
	1-9	10-49	50-249	Tot. Pmi	250 e oltre	Totale
Industria	431.319	77.504	10.375	519.198	1.460	520.658
Costruzioni	563.817	29.309	1.465	594.591	84	594.675
Servizi	3.122.353	89.277	10.027	3.221.657	1.776	3.223.433
Commercio, manutenzione e rip. autov.	140.514	6.762	406	147.682	24	147.706
Commercio all'ingrosso	390.036	14.671	1.204	405.911	149	406.060
Commercio al dettaglio	678.713	12.743	1.065	692.521	235	692.756
Alberghi e ristoranti	254.311	14.504	683	269.498	106	269.604
Trasporti e comunicazioni	143.671	10.768	1.668	156.107	349	156.456
Attività immobiliari, noleggio,informatica, ricerca,altre attiv. prof.	1.037.043	18.825	2.828	1.058.696	622	1.059.318
Altre attività dei servizi	478.065	11.004	2.173	491.242	291	491.533
<b>Totale</b>	<b>4.117.489</b>	<b>196.090</b>	<b>21.867</b>	<b>4.335.446</b>	<b>3.320</b>	<b>4.338.766</b>

	Composizione % imprese per classi addetti					
	1-9	10-49	50-249	Tot. Pmi	250 e oltre	Totale
Industria	10,5	39,5	47,4	12,0	44,0	12,0
Costruzioni	13,7	14,9	6,7	13,7	2,5	13,7
Servizi	75,8	45,5	45,9	74,3	53,5	74,3
Commercio, manutenzione e rip. autov.	3,4	3,4	1,9	3,4	0,7	3,4
Commercio all'ingrosso	9,5	7,5	5,5	9,4	4,5	9,4
Commercio al dettaglio	16,5	6,5	4,9	16,0	7,1	16,0
Alberghi e ristoranti	6,2	7,4	3,1	6,2	3,2	6,2
Trasporti e comunicazioni	3,5	5,5	7,6	3,6	10,5	3,6
Attività immobiliari, noleggio,informatica, ricerca,altre attiv. prof.	25,2	9,6	12,9	24,4	18,7	24,4
Altre attività dei servizi	11,6	5,6	9,9	11,3	8,8	11,3
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

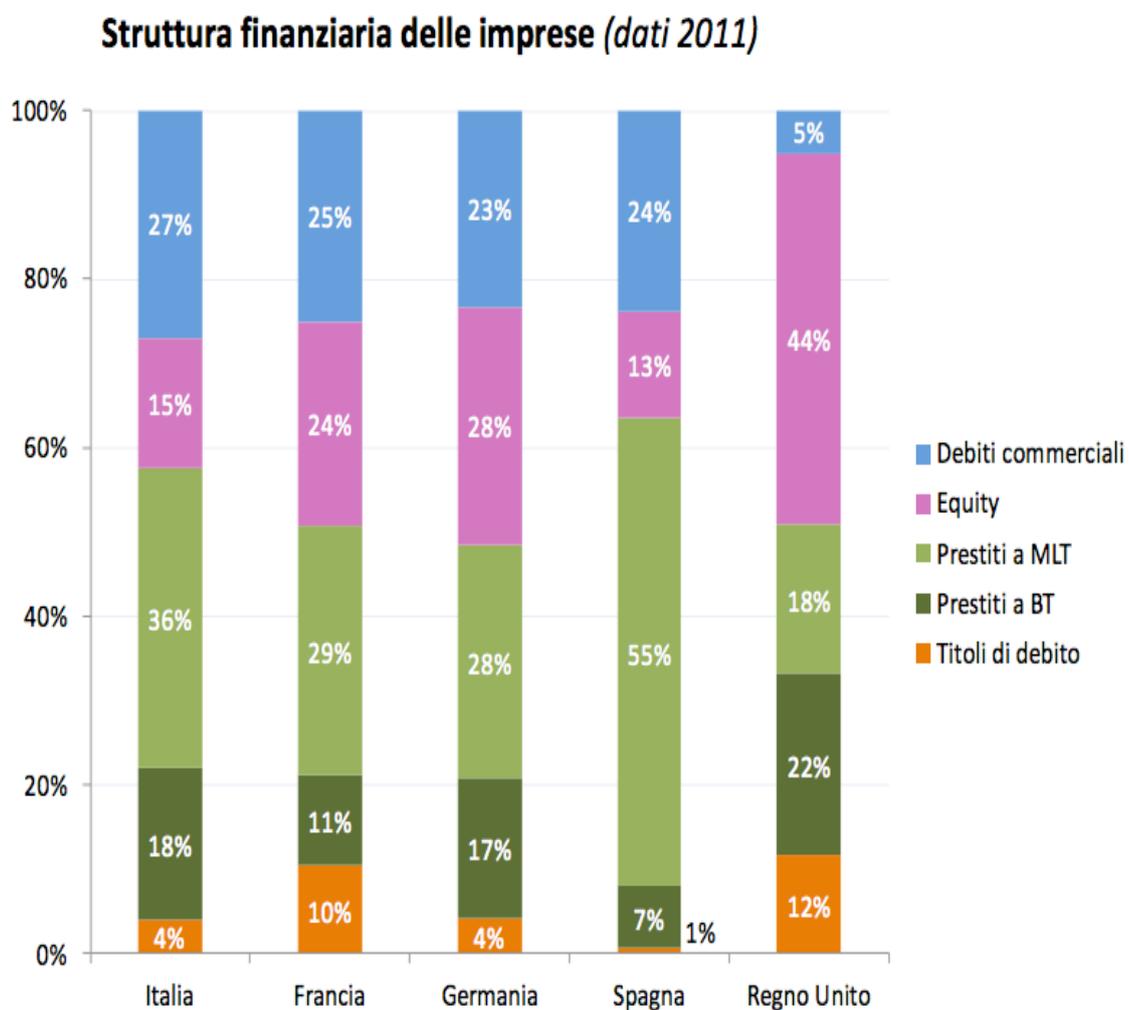
Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Confcommercio su dati Istat

**Tab.2 - Le piccole e medie imprese in Italia - 2006**

	Pmi	peso % su tot. Imprese	Addetti	peso % su tot. addetti	Valore agg. (migliaia euro)	peso % su tot. Val.agg.
Industria	519.198	12,0	3.492.380	21,1	148.835.402	22,0
Costruzioni	594.591	13,7	1.793.391	10,8	59.399.186	8,8
Servizi	3.221.657	74,3	8.069.880	48,7	274.606.567	40,5
-Commercio, manutenzione e rip. Autov.	147.682	3,4	471.907	2,8	15.080.408	2,2
-Commercio all'ingrosso	405.911	9,4	1.029.304	6,2	50.893.358	7,5
-Commercio al dettaglio	692.521	16,0	1.541.388	9,3	35.043.998	5,2
-Alberghi e ristoranti	269.498	6,2	989.171	6,0	18.851.471	2,8
-Trasporti e comunicazioni	156.107	3,6	657.816	4,0	27.613.451	4,1
-Attività immobiliari, noleggio,informatica, ricerca, altre attiv. prof.	1.058.696	24,4	2.173.787	13,1	90.070.813	13,3
-Altre attività dei servizi	491.242	11,3	1.206.507	7,3	37.053.068	5,5
Totale pmi	4.335.446	99,9	13.494.473	81,4	490.030.100	72,4
Totale imprese	4.338.766	100,0	16.578.551	100,0	677.232.011	100,0

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Confcommercio su dati Istat

tabella 3. Fonte “I mini Bond e la riforma del decreto Destinazione Italia” di Stefano Firpo.



In questa tesi descriverò l’impatto che questo nuovo strumento finanziario ha avuto nel mercato italiano, analizzando l’assetto normativo dei decreti sopra citati.

Prima però daremo uno sguardo a quello che è successo in altri paesi dell'UE, alcuni dei quali si sono dimostrati molto astuti nello sfruttare al massimo le possibili utilizzazioni dei Minibond.

L'ultima parte della mia analisi è diretta ai casi studio di due aziende del tessuto italiano che hanno ricorso all'uso dei mini bond: una la CAAR S.p.A. che è stata la prima azienda italiana ad usufruire di queste obbligazioni, la seconda invece la SIGIT S.p.A. che ha concluso l'emissione nell'agosto del 2014.

Essendo una tesi su un argomento assolutamente contemporaneo e in continua evoluzione, i dati che ho trovato probabilmente saranno un po' diversi da quelli che saranno disponibili tra qualche mese o anno.

# Capitolo 1 - I Minibond e il mercato europeo

## 1.1 L'esperienza tedesca

In Germania l'esperienza dei Minibond ha una vita molto più lunga rispetto a quella italiana.

Nel maggio del 2010 è stato lanciato dalla Borsa di Stoccarda il mercato dei Bondm, un segmento esclusivamente dedicato allo scambio e all'emissione di corporate bond quotati a reddito fisso emessi da piccole e medie imprese al quale possono partecipare sia investitori istituzionali sia retail<sup>1</sup>. In Germania, a differenza che in Italia, gli investitori privati possono negoziare questi titoli sia sul mercato secondario, che sottoscriverli direttamente nel mercato primario, cioè in fase di *Initial Bond Offering* (IBO<sup>2</sup>). A febbraio del 2013, la quota di investitori privati nel Bondm valeva il 40% del totale.

---

<sup>1</sup> A differenza che in Italia, in Germania possono comprare i minibond anche investitori privati.

<sup>2</sup> Non essendo previsto il ricorso ad alcun underwriter ( o *sponsor*) i privati possono registrarsi per la sottoscrizione delle obbligazioni presso la Borsa di Stoccarda senza alcun intermediario.

I requisiti di ammissione al Bondm non sono stringenti (oltre a quelli dimensionali) e comprendono:

- 1) Redigere un prospetto approvato dal *Regulator*.
- 2) Stipulare un accordo con un coach, un intermediario il cui ruolo è quello di supportare l'impresa emittente nella fase iniziale.
- 3) Presentare un livello di rating aggiornato ogni 12 mesi emesso da un'agenzia specializzata, approvata dalla Borsa di Stoccarda.
- 4) Presentare il bilancio d'esercizio certificato, redatto in forma estesa, non come avviene per le srl di piccole dimensioni<sup>3</sup>.

Il periodo di sottoscrizione dei bond è di 4 settimane massimo. Possono essere sottoscritti attraverso il Bondm, con un canale di distribuzione elettronico, il *Bondm subscription box*<sup>4</sup>. La presenza di questo canale di vendita telematica, rende possibile ridurre i tempi della collocazione, fino a poche ore. Una porzione dell'emissione può essere comunque collocata mediante un *selling agent*<sup>5</sup>.

Una volta superato il periodo di sottoscrizione, il bond è ammesso al mercato secondario, nel quale viene supportato da un *Quality*

---

<sup>3</sup> Non devono esserci le semplificazioni di voci all'interno del bilancio.

<sup>4</sup> Circa 100 investitori, tra privati e istituzionali, inseriscono il loro ordine di acquisto delle obbligazioni direttamente o tramite un investment advisor.

<sup>5</sup> una finestra di un investment banker o asset manager.

*Liquidity Provider*<sup>6</sup> che valuta le quotazioni di ogni titolo (bond) durante tutta la giornata di negoziazione. Questa figura presente nel mercato tedesco, rappresenta uno dei motivi di successo del modello tedesco rispetto ad altri mercati europei di minibond.

## **1.2 Il mercato tedesco dei mini bond in numeri**

L'agenzia di rating che si è occupata principalmente della valutazione del merito al credito è la tedesca Creditreform.

In media le emissioni hanno una durata dai 3 ai 7 anni e pagano un interesse intorno all' 8%, l'importo medio di emissione dei bond quotati nel Bondm è di 65 milioni di euro.

Nel giugno 2013 erano presenti 24 titoli scambiati nel Bondm, e il valore di questo segmento della borsa di Stoccarda era di circa 1.6 miliardi di euro.

---

<sup>6</sup> figura molto importante per l'efficienza di un mercato di trading, garantisce agli investitori la possibilità di scambiare il titolo con liquidità.

## 1.3 Lo scenario negli altri paesi europei

Secondo un'indagine di Crif-AIDEA<sup>1</sup> il mercato tedesco dei Minibond è l'unico veramente interessante e dal quale raccogliere informazioni utili così da creare una situazione simile anche nel mercato italiano. Comunque sia vengono analizzati altri tre mercati: norvegese, francese e spagnolo.

In particolare il mercato norvegese, Nordic ABM, è costituito da emittenti di grandi dimensioni di vari settori: principalmente bancario, assicurativo e navale. Fino ad ora, in questo mercato, nessuna PMI ha fatto ricorso all'emissione di Minibond per raccogliere capitale.<sup>2</sup>

Il mercato francese, Euronext, pur offrendo vantaggi fiscali a fronte di requisiti agevolati e significativi ha accolto solo 3 emissioni di Minibond.

Infine per quanto riguarda l'ultimo mercato sotto analisi, il Mercado Alternativo de Rente Fija<sup>3</sup>, presenta numerose caratteristiche che ricordano il mercato italiano (EXtramont pro di

---

<sup>1</sup> Crif: Credit Rating Agency. AIDEA:Accademia italiana di economia aziendale

<sup>2</sup> Questo fenomeno è in parte dovuto alla composizione dell'economia norvegese, in cui le PMI non rappresentano una percentuale rilevante.

<sup>3</sup> Il Mercato spagnolo.

Borsa Italiana), infatti, oltre ad essere anch'esso "giovane", anche in questo caso le obbligazioni sono scambiate soltanto da investitori istituzionali senza lasciare spazio al gruppo dei *retail*.

A differenza di quello italiano che vede la presenza di alcuni titoli scambiati, per il momento nel MARFI non sono presenti emissioni.

# Capitolo 2 - Diffusione dei Minibond in Italia

## 2.1 La Risposta Normativa in Italia

In Italia il processo che ha portato alla diffusione dei Minibond è passato attraverso il Decreto Sviluppo 2012 del Governo Monti, che ha messo le basi normative, ed ha subito alcune modifiche strutturali con il Decreto Destinazione Italia e il Decreto Competitività, entrambi emanati dal Governo Renzi.

L'articolo 32 del Decreto Sviluppo consente alle PMI in presenza di alcuni specifici requisiti, di ottenere finanziamenti attraverso l'emissione di strumenti di debito a medio lungo termine, simili alle obbligazioni. Condizioni per l'emissione dei Minibond:

1) L'emissione dei titoli deve essere assistita da uno *sponsor*<sup>1</sup> che fornisca il proprio supporto all'emissione ed al collocamento nel mercato.

---

<sup>1</sup> per sponsor si intende una banca, impresa di investimento, SGR o SICAV e intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo Unico Bancario.

2) L'ultimo bilancio dell'impresa emittente deve essere posto alla revisione contabile da parte di un revisore o di una società di revisione legale, entrambi iscritti nell'apposito registro.

3) I titoli devono essere collocati in esclusiva presso investitori qualificati<sup>2</sup>, che non siano soci della società emittente, neanche indirettamente. Non si permette la circolazione di tali titoli ad altri soggetti che non siano quelli di investitori qualificati.

La figura dello sponsor è molto importante e rappresenta una novità per questo tipo di operazioni: deve supportare l'impresa nella fase di emissione e di collocamento, sottoscrivere e mantenere nel proprio portafoglio, fino alla scadenza, una quota dei titoli, aiutando la liquidità degli scambi su questi titoli per tutta la durata dell'operazione. Nel caso in cui i Minibond non vengano quotati lo sponsor deve procedere ad una valutazione periodica del loro valore, classificando l'impresa emittente in una specifica categoria di rischio rispecchiando la qualità della stessa nel rispettare i propri obblighi. Nel dettaglio lo sponsor avrà l'obbligo di mantenere nel proprio portafoglio fino alla scadenza una quota dei titoli emessi nella seguente misura:

---

<sup>2</sup> investitori qualificati: definiti dall'art. 100 del D.Lgs. 58/1998

- 1) Una quota non inferiore al 5% del valore totale d'emissione<sup>3</sup>.
- 2) Un ulteriore 3% del valore di emissione eccedente i cinque milioni di euro, fino ad un valore di 10 milioni di euro.
- 3) Rispetto alle precedenti quote, il 2% del valore di emissione eccedente i dieci milioni di euro.

## **2.2 Il Trattamento Fiscale**

Il Decreto Sviluppo ha anche costituito un regime fiscale agevolato per le obbligazioni emesse da PMI non quotate, identico a quello previsto per le società quotate<sup>4</sup>:

- 1) Deducibilità degli interessi passivi in capo all'emittente (entro il 30% del Reddito Operativo Lordo).
- 2) Applicazione del regime di imposizione sostitutiva, esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi ed altri proventi in caso di quotazione sul mercato.
- 3) Deducibilità degli oneri e costi di emissione nell'esercizio durante il quale sono sostenuti.

---

<sup>3</sup> questa quota del 5% per un valore complessivo di emissione non superiore ai 5 milioni di euro

<sup>4</sup> anche le PMI potranno godere dell'esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi e gli altri proventi corrisposti sulle obbligazioni. Nei limiti del 30% del reddito operativo lordo risultante dall'ultimo bilancio d'esercizio.

## 2.3 L' iter di emissione

Le obbligazioni minibond sono titoli di debito a medio lungo termine destinati a piani di sviluppo, ad operazioni di investimento straordinarie (M&A) o di refinancing.

L'articolo 2412 c.c. fissa un limite quantitativo di emissione, che può essere derogabile, la durata dei bond non può essere inferiore ai 3 anni e i titoli possono essere di de materializzazione e quotazione su mercati regolamentati.

Art.2412 comma 1 e 2:

*“- [1] La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite.*

*- [2] Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di*

*successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.”*

L'emissione viene deliberata dall'assemblea dei soci insieme alla modifica dell'atto costitutivo. Per avere efficacia serve la pubblicazione presso il registro delle imprese, e l'ultimo bilancio va assoggettato a revisione legale dei conti da un soggetto autorizzato.

Una volta compiuta la fase di approvazione “interna” inizia il lavoro dello sponsor che comprende:

- 1) Identificare i requisiti patrimoniali ed economici della società emittente.
- 2) Assistere le procedure di emissione e in caso di scambio sui mercati avanzare la richiesta di quotazione.
- 3) Classificare la società emittente secondo i criteri prestabiliti<sup>1</sup> (calcolo del rating).
- 4) Contribuire alla determinazione del tasso cedolare e della relativa tipologia.

---

<sup>1</sup> Questa è l'operazione più complicata perché il calcolo del rating è quello che effettivamente andrà a caratterizzare l'interesse che la società dovrà offrire ai sottoscrittori.

5) Trovare gli investitori per il collocamento dell'emissione.

Giunta al termine questa seconda parte di operazioni, inizia un lavoro congiunto tra sponsor e *Advisor*, che deve portare alla redazione del regolamento di base e documento di ammissione alla quotazione.

Il Decreto Sviluppo Italia individua come unici investitori che possono essere coinvolti nel processo di emissione le:

- 1) Imprese di investimento, banche, agenti di cambio, SGR, SICAV e fondi pensione.
- 2) Imprese di assicurazione, fondazioni bancarie.
- 3) Soggetti esteri con medesima attività di cui al punto precedente.
- 4) Persone fisiche, giuridiche, enti in possesso di specifica competenza ed esperienza.

La Borsa italiana per favorire lo sviluppo di questi strumenti di debito per le piccole e medie imprese italiane ha aperto un nuovo segmento denominato *Extramot pro* rivolto ad investitori professionali nazionali e internazionali che rientrino nelle categorie previste ne Decreto del 2012 (seguendo l'iniziativa della

borsa di Stoccarda). Le agevolazioni che Borsa italiana ha messo a disposizione delle PMI sono:

- 1) La riduzione delle listing fees.
- 2) Più flessibilità per i requisiti per la quotazione dei titoli da loro emessi.

### LE FASI DEL PROCESSO

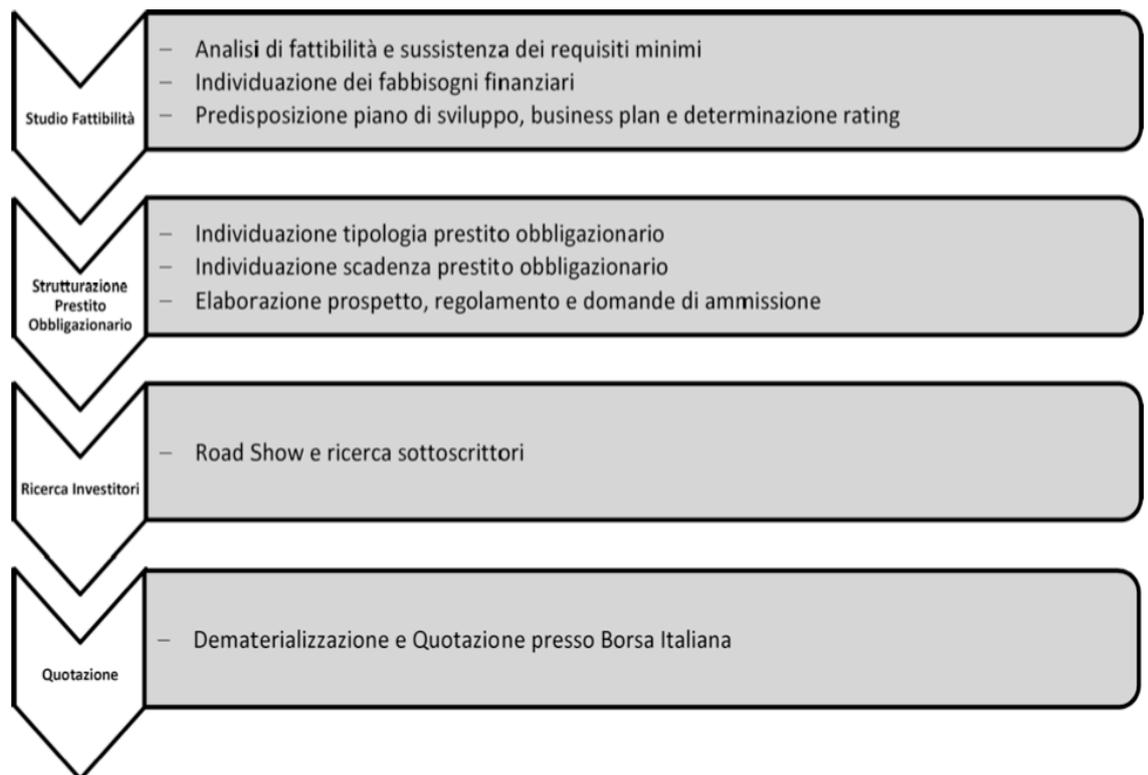


Tabella 4. Fonte: *Le Pmi ed il mercato dei capitali : Minibond* a cura del Dott. Paolo Arnaudo

## 2.4 La Diffusione in Italia

Secondo l'articolo "*Minibond: cinquemila imprese in lizza.*" di Ilaria Vesentini pubblicato il 29 gennaio 2014 su il Sole24ore che commentava il convegno tenuto da Confindustria Modena la sera prima sulle opportunità alternative per finanziare le imprese, le aziende che in Italia potrebbero raggiungere un finanziamento tramite l'emissione obbligazionaria sarebbero circa cinquemila. Eppure fino agli inizi del 2014 le emissioni di Minibond sono state 29: 10 per valori inferiori ai 10 milioni di euro e le restanti 19 per un valore di emissione compreso tra i 10 e i 400 milioni di euro, emissioni che sono state definite "Maxibond" invece che Mini (tabella 5).

Questo fenomeno fa comprendere quanto lo strumento da poco adottato in Italia è ritenuto molto valido anche da grandi aziende che non condividono lo stesso destino finanziario delle piccole imprese.

Ilaria Vesentini scrive che "In realtà il primo ostacolo alla diffusione degli strumenti di debito tra le Pmi non è nelle leggi ma nel gap culturale e nell'atavica diffidenza degli imprenditori ad aprire i libri contabili e i propri progetti di investimento ad *advisor* e

investitori esterni.”, osservazione ineccepibile. Infatti il contesto imprenditoriale italiano deve raccogliere da questa opportunità non solo l’aspetto di possibile finanziamento, ma anche la spinta per aprirsi ad una mentalità più internazionale e competitiva. Al convegno tenutosi a Modena è intervenuto Stefano Firpo, capo della segreteria tecnica del Mise<sup>1</sup>, che ha ribadito la dipendenza delle aziende italiane verso gli istituti di credito che in questo periodo hanno sempre più difficoltà a dare prestiti : *“Il credito bancario è cresciuto in Italia, per molti anni, ben sopra la dinamica di investimenti e produzione, il che significa che erano risorse male allocate. Poi dal picco di novembre 2011 a oggi si sono persi 98 miliardi di finanziamenti bancari, 57 solo negli ultimi 12 mesi. E il deleveraging<sup>2</sup> degli attivi, per effetto di Basilea 3, potrebbe ridurre ulteriormente gli impieghi al settore privato di altri 160-200 miliardi”*.

---

<sup>1</sup> Ministero per lo sviluppo economico.

<sup>2</sup> Riduzione della leva finanziaria, tramite il disinvestimento che si realizza rimborsando il debito pregresso con la liquidità disponibile o vendendo asset finanziari in portafoglio per fare cassa.

Emittente	Rating Moody's / S&P's / Fitch / Crif	Data call	Scadenza	Cedola %	Ammontare (€m)	Mercato di quotazione
Manutencoop Facility Man.	B2 / nd / nd / nd	01/08/16	01/08/18	8,5%	411,6	ExtraMotPro
Salini	nd / nd / BB / nd	-	01/08/18	6,1%	400,0	Irlanda
Teamsystem holding	B2 / B / nd / nd	15/05/16	15/05/20	7,4%	300,0	Lussemburgo
Cerved Technologies	B2 / B / nd / nd	15/01/16	15/01/20	6,4%	300,0	ExtraMotPro
Guala Clousers	B1 / B / nd / nd	15/11/13	15/11/19	euribor 3m+537,5pb	275,0	Lussemburgo
Sisal Holding	B1 / B / nd / nd	01/11/14	30/09/17	7,3%	275,0	ExtraMotPro
Cerved Technologies	B2 / B / nd / nd	15/01/14	15/01/19	euribor 3m+537,5pb	250,0	ExtraMotPro
Cerved Technologies	B3 / CCC+ / nd / nd	15/01/16	15/01/21	8,0%	230,0	ExtraMotPro
Rhino Bondco	B2 / nd / nd / nd	call	15/12/20	7,3%	200,7	ExtraMotPro
Gamenet	B1 / B+ / nd / nd	01/08/15	01/08/18	7,3%	200,0	Lussemburgo
Marcolin	B2 / B- / nd / nd	call	15/11/19	8,5%	188,1	ExtraMotPro
Zobe Holding	B2 / B / nd / nd	01/02/15	01/02/18	7,9%	180,0	Lussemburgo
Prada (private placement)	nd / nd / nd / nd	-	01/07/18	2,8%	130,0	-
Mille Uno Bingo	nd / nd / nd / nd	esercitabile	15/11/18	euribor 3m+560 pb	30,0	ExtraMotPro
Sudcommerci Srl	nd / nd / nd / nd	call	09/10/18	6,0%	22,0	ExtraMotPro
Manutencoop Facility Man.	B2 / nd / nd / nd	01/08/16	01/08/18	8,5%	13,4	ExtraMotPro
Buscaini Angelo Srl	nd / nd / nd / nd	-	01/04/15	7,0%	10,0	ExtraMotPro
Grafiche Mazzucchelli	nd / nd / nd / nd	31/12/16	31/12/19	8,0%	10,0	ExtraMotPro
Filca	nd / nd / nd / BBB+	-	30/09/19	6,0%	9,0	ExtraMotPro
Meridie	nd / nd / nd / nd	esercitabile	12/11/15	8,0%	4,0	ExtraMotPro
IVS Finance	nd / BB- / nd / nd	01/04/16	01/04/20	7,1%	4,0	ExtraMotPro
Caar	nd / nd / nd / nd	-	01/07/18	6,5%	2,8	ExtraMotPro
Fide	nd / nd / nd / nd	-	03/06/16	euribor 3m+275 pb	2,7	ExtraMotPro
Istituti Finanziari Riuniti	nd / nd / nd / nd	esercitabile	02/08/17	6,3%	2,6	ExtraMotPro
Rhino Bondco	B2 / nd / nd / nd	call	15/12/19	euribor 3m+550 pb	1,9	ExtraMotPro
Primi sui Motori (*)	nd / nd / nd / nd	-	08/08/16	9,0%	1,7	ExtraMotPro
Istituti Finanziari Riuniti	nd / nd / nd / nd	esercitabile	02/02/16	5,5%	1,0	ExtraMotPro
Istituti Finanziari Riuniti	nd / nd / nd / nd	esercitabile	02/02/15	4,3%	0,1	ExtraMotPro

Source: Milano Finanza, 16 Novembre 2013

(\*) quotato all'Aim Italia

Tabella 5. Fonte: L' emissione dei minibond

E' intervenuto anche Fabrizio Togni, DG di Bper, che insieme ad altri sei istituti di credito ha costituito il primo fondo italiano specializzato nelle emissioni obbligazionarie di PMI, che ha raccolto circa 100 milioni di euro. Giovanni Lendi, senior partner della Capital Partners SGR (bond Impresa e territorio), ha mostrato grande entusiasmo verso i Minibond, calcando la mano su quelli che sono i requisiti meritocratici, tramite i quali una PMI

può accedere a prestiti di circa 5 milioni di euro ad un tasso effettivo del 5,9%, al netto dei benefici fiscali :“ *Le aziende esigibili hanno tra i 25 e i 150 milioni di euro di fatturato, un Ebitda superiore al 5%, un Ros minimo del 2,5%, un rapporto debito/patrimonio netto fino a 3, un indice debito/Ebitda di massimo 4 e oneri finanziari su EbitDA sotto al 35%; ma soprattutto devono essere aziende trasparenti, con manager stabili e credibili, con struttura dei costi flessibili e un piano di sviluppo ben delineato*”.

La situazione dagli inizi del 2014 ad adesso è fortemente mutata, dimostrando come lo strumento dei Minibond abbia registrato una vera e propria esplosione di consensi da parte degli imprenditori e degli investitori. Infatti tra il giugno e l'agosto del 2014 sono state registrate 22 nuove emissioni da parte delle PMI per un ammontare complessivo di circa un miliardo di euro. Il Ministro dell' Economia e delle Finanze Pier Carlo Padoan lo ha definito un risultato “*importante*” e che “*è ormai decollato e diventa sempre più diffuso tra le piccole e medie imprese che intendono accedere al mercato per reperire risorse di finanziamento in alternativa al credito bancario*”, il Ministro continua a pubblicizzare lo sviluppo di questo strumento anche ricordando l'apporto del

nuovissimo D.L. Competitività<sup>3</sup> *“Le nuove misure adottate dal governo per favorire il ricorso ai bond stanno dando risultati importanti, dimostrandosi uno strumento appetibile e di sostegno alle PMI in un contesto macroeconomico non facile. Abbiamo intenzione di portare questa esperienza all'attenzione dei partner europei in occasione dell'Ecofin informale di Milano a settembre”.*

## **2.5 Fondi specializzati in Minibond.**

I Minibond nonostante abbiano registrato una forte partecipazione da parte degli investitori istituzionali tradizionali, che cercano di investire prevalentemente in grandi operazioni (superiori anche ai 100 milioni di euro), hanno generato un processo di costituzione di Fondi dedicati nell'investire in bond di PMI: i Credit Funds. .

Principali caratteristiche:

- 1) La forma giuridica è quella di un fondo comune di investimento chiuso e riservato ad investitori qualificati.
  
- 2) La finalità di questi fondi è quella di incentivare le PMI e raccogliere capitale di debito attraverso l'emissione di strumenti finanziari, e la generazione di reddito e di

---

<sup>3</sup> Decreto Legge del 24 aprile 2014, che in tema di minibond rafforza le agevolazioni fiscali

apprezzamento del capitale del portafoglio nel medio e lungo termine.

3) L'ammontare di questa fattispecie di fondi non è elevato, in media 200 milioni di euro e le società alle quali vengono orientati gli investimenti sono tutte con fatturato compreso tra i 10 e i 200 milioni di euro.

Alcuni esempi di questi fondi:

Fondo Euregio Minibond di PPI SGR/ Prader Bank

Fondo Impresa Italia di Riello Investment Partners SGR

Italian Opportunities Fund di Muzinich

Tenax Credit Opportunities Fund di Tenax Capital

Il fondo di Anthilia capital partners, di BNP Paribas , di Azimut ecc.

## **2.6 Il Fondo “Minibond PMI” di Banca MPS**

Monte Paschi di Siena è una delle tante banche<sup>1</sup> che ha colto l'occasione dei Minibond per aprire un proprio Fondo specifico per investire direttamente in queste obbligazioni.

Il 28 maggio 2013 è stato presentato il “Minibond PMI”, un fondo chiuso destinato ad acquisire titoli di debito emessi da PMI italiane, questo strumento ha anche il compito di aiutare l'emissione nella fase di sottoscrizione. Le società target sono imprese non quotate con fatturato inferiore ai 250 milioni di euro, con scritture contabili certificate ed un risultato netto positivo, il taglio massimo a cui il fondo vuole partecipare è di 10 milioni.

La missione del fondo è anche quella di diversificare il proprio portafoglio, favorendo comunque l'investimento nei settori della Meccanica, delle Infrastrutture e Trasporti e del Turismo che rappresentino al meglio il “Made in Italy”. Sono invece negati gli investimenti nei settori dei Servizi Finanziari e di Real Estate.

---

<sup>1</sup> Come verrà citato nel caso SIGIT anche BNP ha aperto un suo fondo dedicato a queste specifiche obbligazioni.

# Capitolo 3- Casi Studio

## 3.1 Il Caso Pilota: CAAR

Il primo caso in Italia di emissione dei Minibond è quello della società torinese CAAR S.p.A.<sup>1</sup>, che si occupa di engineering nel campo automobilistico, aerospaziale e ferroviario. Nell'Homepage del sito di questa società appare la scritta in inglese:

*“ CAAR, an engineering company based in Torino, has been the first Italian company who had in 2013 the possibility to access the public credit market by applying a complete new approach which enables small/medium companies not quoted to issue bonds, i.e. “minibonds”.*

Questo spiega l'importanza che questa operazione ha per una azienda di tali dimensioni. Infatti il presidente della CAAR S.p.A. Paolo Mombelli ha spiegato in un' intervista al Corriere della Sera come *“L'emissione servirà a finanziare un importante piano di sviluppo quinquennale destinato a portare il fatturato da 5 a 18 milioni di euro ed il numero dei dipendenti da 90 a 180 persone.*

---

<sup>1</sup> Consulting Automotive Aerospace Railway.

*La strategia prevede inoltre una serie di iniziative volte ad accrescere il volume d'affari anche all'estero, intensificando la presenza di Caar in Brasile, Germania e India.”*

## **I. L'emissione in numeri.**

Nell'operazione che ha portato al lancio dei Mini bond della CAAR in piena estate 2013 i protagonisti principali sono stati:

- 1) La CAAR S.p.A.
- 2) La Banca di Cherasco come sponsor tecnico ed arranger.
- 3) L'ADB<sup>2</sup> S.p.A. come advisor.

L'emissione obbligazionaria aveva un valore totale di 3 milioni di euro con scadenza nel luglio 2018 (5 anni) ed era riservata ad investitori professionali.

Come si può osservare dalla tabella sottostante il tasso di interesse calcolato per il rischio di questa società è di 6,5% ed il lotto minimo è di 50.000 euro, il pagamento degli interessi decorre ogni primo luglio di ogni anno (tabella 6).

---

<sup>2</sup> Analisi Dati Borsa.

La totale sottoscrizione di questa obbligazione si è chiusa nel giro di una settimana dall'apertura dell'offerta, dimostrando una incredibile fiducia da parte degli investitori per questa società.

Denominazione Obbligazione	Caar Fixed Rate Bond
Ammontare Totale	Euro 3 milioni
Tipologia Obbligazione	Amortizing
Codice ISIN	In fase di assegnazione
Periodo di Offerta	03/06/2013 - 26/07/2013
Lotto minimo	50.000
Prezzo di emissione	100
Prezzo di rimborso	100
Data di emissione	01/07/2013
Data di godimento	01/07/2013
Data di scadenza	01/07/2018
Tasso di interesse	6.5% (annuo)
Data Pagamento delle cedole	01/07 di ogni anno
Valuta di riferimento	Euro
Convenzione di calendario	Following business day e TARGET

Tabella 6. Fonte *Le Pmi ed il mercato dei capitali : Minibond* a cura del Dott. Paolo Arnaudo

## II. L'impatto nel bilancio di esercizio.

Per quanto questa operazione di finanziamento sia appena iniziata e non è stato ancora pienamente investito il capitale raccolto, il bilancio di esercizio ha già sottolineato un processo di crescita come si può notare dal valore della produzione, nel 2012 era di 4.460.396€ e nel 2013 è cresciuto fino a 4.939.357€ , registrando un incremento del 10% circa.(tabella 7)

CONSULTING AUTOMOTIVE AEROSPACE RAILWAY S.P.A.		Bilancio al 31 dicembre 2013	
CONTO ECONOMICO	31.12.2013	31.12.2012	
	€	€	
<b>A) Valore della produzione</b>			
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.810.172	4.345.124	
2) Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	0	0	
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione	0	0	
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	0	0	
5) Altri ricavi e proventi			
- altri ricavi e proventi	120.185	115.272	
- contributi in conto esercizio	0	0	
<b>A - Totale</b>	<b>4.930.357</b>	<b>4.460.396</b>	

Tabella 7. Fonte Bilancio d'esercizio 2013 CAAR S.p.a.

L'utile d'esercizio, nonostante gli interessi passivi siano cresciuti da 75.000€ a 182.000€ , ovviamente a causa dell'emissione dell'obbligazione, ha mostrato lo stesso una crescita, dimostrando come questa società sia in grado di rispondere positivamente alla fiducia offertale dal mercato finanziario. ( tabella 8).

CONSULTING AUTOMOTIVE AEROSPACE RAILWAY S.P.A.		Bilancio al 31 dicembre 2013	
CONTO ECONOMICO	31.12.2013	31.12.2012	
	€	€	
<b>E) Proventi ed oneri straordinari</b>			
20) Proventi			
- plusvalenze da alienazioni	0	0	
- altri proventi straordinari	0	16.939	
<b>Totale proventi (20)</b>	<b>0</b>	<b>16.939</b>	
21) Oneri			
- minusvalenze da alienazioni	0	0	
- imposte relative a esercizi precedenti.	0	0	
- altri oneri straordinari	0	0	
<b>Totale oneri (21)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>E - Totale (20-21)</b>	<b>0</b>	<b>16.939</b>	
<b>Risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D+-E)</b>	<b>259.314</b>	<b>197.866</b>	
22) Imposte sul reddito dell'esercizio correnti, differite e anticipate	164.473	122.163	
23) Utile dell'esercizio	94.841	75.703	

Tabella 8. Fonte Bilancio d'esercizio 2013 CAAR S.p.a.

Infatti l'utile del 2013 è stato di 94.841€ crescendo di circa 20.000€ rispetto all'anno prima (75.703€).

La CAAR S.p.A. ha sottoscritto un aumento di capitale, che è passato da 100.000€ a 250.000€, per sottolineare non solo la fiducia degli investitori professionali, che hanno sottoscritto pienamente l'emissione dell'obbligazione, ma anche quella degli stessi proprietari, convinti più che mai nella crescita futura della piccola società torinese.

Nello Stato Patrimoniale spicca l'incremento delle obbligazioni, ovviamente, cresciute da 0 a 3.000.000 di euro, mentre i debiti verso banche e verso i fornitori sono diminuiti. Questi indicatori spiegano come la CAAR S.p.A., e molte altre società non quotate, sposteranno il peso del loro finanziamento verso tipologie non bancarie, e il loro passivo andrà a rispecchiare sempre di più una somiglianza con quello della grandi aziende quotate. (tabella 9)

PASSIVO	31.12.2013	31.12.2012
	€	€
<b>A) Patrimonio netto</b>		
I - Capitale sociale	250.000	100.000
II - Riserva da sovrapprezzo delle azioni	0	0
III - Riserve di rivalutazione	0	0
IV - Riserva legale	4.805	1.019
V - Riserve statutarie	0	0
VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio	0	0
VII - Altre riserve	0	0
VIII - Utili portati a nuovo	1.247	19.330
IX - Utile dell'esercizio	94.841	75.703
<b>A - Totale</b>	<b>350.894</b>	<b>196.053</b>
<b>B) Fondi per rischi ed oneri</b>		
1) Per trattamento di quiescenza e obblighi simili	0	0
2) Per imposte, anche differite	0	0
3) Altri	0	0
<b>B - Totale</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato</b>	<b>111.129</b>	<b>81.060</b>
<b>D) Debiti</b>		
1) Obbligazioni	3.000.000	3.000.000
2) Obbligazioni convertibili	0	0
3) Debiti verso soci per finanziamenti	95.000	95.000
4) Debiti verso banche	156.814	1.330.141
5) Debiti verso altri finanziatori	0	0
6) Acconti	0	0
7) Debiti verso fornitori	0	479.254
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	0	0
9) Debiti verso imprese controllate	0	2.508
10) Debiti verso imprese collegate	0	116.556
11) Debiti verso controllanti	0	181.271
12) Debiti tributari	0	176.607
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	0	134.311
14) Altri debiti	4.000	253.238
<b>D - Totale</b>	<b>5.768.886</b>	<b>3.044.324</b>

(\*) di cui esigibili oltre l'esercizio successivo

Tabella 9. Fonte Bilancio d'esercizio 2013 CAAR S.p.a.

## 3.2 L'emissione di SIGIT S.p.A.

Questa seconda emissione che andremo ad analizzare è una delle ultime che si è affacciata nel segmento ExtraMot pro di

Borsa Italiana. La Sigit S.p.A.<sup>1</sup> è una azienda che si occupa della produzione di componenti in plastica e gomma per elettrodomestici e automobili.

## **I. La Società**

La SIGIT S.p.A è nata nel 1966 per la produzione di articoli di gomma. L'incremento del mercato automobilistico nel nostro paese ha fatto crescere notevolmente questa azienda fino agli anni 90'. Nel 2008 ha aperto un nuovo ramo d'azienda che si occupa della fornitura per i grandi produttori di elettrodomestici, ingrandendo notevolmente i propri ricavi. La società è la testa del gruppo SIGIT al quale appartengono altre 5 S.p.A che operano rispettivamente in Marocco, Polonia, Russia, Kazan e Serbia. E' presente anche in Francia e Germania con degli uffici commerciali. Il motore trainante del gruppo è comunque la SIGIT "originale": infatti i suoi ricavi (nel 2013 sono stati di 48 milioni di euro) incidono per il 68% su quelli consolidati.

---

<sup>1</sup> Società Italiana Gomma Industriale Torino.

Il vero problema che si evince dal bilancio del 2013 è la presenza di un enorme debito di circa 30 milioni di euro: diviso principalmente tra quelli verso i fornitori (15.406.253 €) e quelli verso le banche (11.260.242 €) (*Tabella 10 e 11*).

Il risultato di esercizio del gruppo è in forte crescita: dai 550.000€ nel 2012 agli oltre 2.700.000€ nel 2013, il che è un fattore di forza che garantisce la capacità del gruppo di far fronte ad un possibile aumento degli interessi passivi.

Il gruppo è in un periodo di forte espansione e necessita di ulteriori entrate finanziarie sia per sistemare la propria situazione passiva sia per investire nei nuovi mercati (Marocco e Russia): dal 2011 la holding ha iniziato un interessante programma di investimenti di circa 25 milioni per rafforzare l'internazionalizzazione della SIGIT.

<b>D) Debiti</b>			
1) Obbligazioni			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
2) Obbligazioni convertibili			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
3) Debiti verso soci per finanziamenti			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
4) Debiti verso banche			
- entro 12 mesi	7.343.800		5.996.306
- oltre 12 mesi	3.916.442		4.551.125
		11.260.242	10.547.431
5) Debiti verso altri finanziatori			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
6) Acconti			
- entro 12 mesi	566.666		1.700.000
- oltre 12 mesi	566.667		
		1.133.333	1.700.000

Bilancio al 31/12/2013

Pagina 4

Tabella 10 e 11: Fonte Bilancio d'esercizio SIGIT S.p.A 2013

<b>S.I.G.I.T. S.P.A.</b>			
7) Debiti verso fornitori			
- entro 12 mesi	15.406.253		14.469.834
- oltre 12 mesi			
		15.406.253	14.469.834
8) Debiti rappresentati da titoli di credito			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
9) Debiti verso imprese controllate			
- entro 12 mesi	224.659		184.053
- oltre 12 mesi			
		224.659	184.053
10) Debiti verso imprese collegate			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
11) Debiti verso controllanti			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
12) Debiti tributari			
- entro 12 mesi	353.355		320.810
- oltre 12 mesi			
		353.355	320.810
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale			
- entro 12 mesi	543.810		493.122
- oltre 12 mesi			
		543.810	493.122
14) Altri debiti			
- entro 12 mesi	1.400.070		1.190.260
- oltre 12 mesi			
		1.400.070	1.190.260
<b>Totale debiti</b>		<b>30.321.731</b>	<b>28.905.510</b>

## **II. La Risposta attraverso i Minibond**

Per trovare una soluzione alla propria situazione finanziaria, la SIGIT S.p.A. ha colto al volo l'opportunità che i nuovi Minibond, in circolazione in Italia da ormai due anni, danno a società meritevoli che non vengono più supportate dal sistema bancario.

L'11 agosto 2014 si è aperta la negoziazione delle nuove obbligazioni della SIGIT per un valore totale di 6 milioni di euro, negoziabili per lotti da 100 mila euro l'uno. La cedola pagata agli investitori è del 6,25% su base semestrale e la scadenza è fissata a 5 anni.

### **3.3 Differenze tra l'emissione CAAR S.p.A. e SIGIT S.p.A.**

Questa operazione presenta particolari differenze con l'emissione dei bond della CAAR, per quanto l'ammontare sia sempre "Mini" la composizione dei sottoscrittori è convergente. Mentre gli investitori che hanno approfittato delle obbligazioni di CAAR sono numerosi nel caso dell' emissione della SIGIT a sottoscriverla

interamente sono due soggetti appartenenti al Gruppo bancario BNL: Il Fondo “BNP Paribas Bond PMI Italia” gestito dalla SGR BNP ha sottoscritto l’80% dell’obbligazione, aprendo così la sua prima posizione, mentre il restante 20% è andato a BNL. Paolo Alberto De Angelis Vice Direttore Generale di BNL ha spiegato come *“Il lancio e lo sviluppo del Fondo nasce dalla volontà di aiutare le aziende italiane, in modo concreto e qualificato, a diversificare le fonti di finanziamento per le proprie esigenze di investimento e crescita. BNL e il Gruppo BNP Paribas ampliano la gamma dei prodotti e servizi a favore del sistema imprenditoriale italiano, per essere al fianco di quelle realtà produttive che rappresentano, anche a livello internazionale, l’energia e la qualità del Made in Italy”*.

Un’altra differenza è che a garanzia di questa emissione c’è un’altra società del gruppo, la SIGIT Poland Sp.Z.o.o. , che ha registrato un incremento di fatturato del 50% dal 2012 (circa 8 milioni di euro) al 2013 (12 milioni di euro) . Com’è spiegato dal Documento di Ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari denominati *“SIGIT Tasso Fisso 6,25% 2019”*<sup>1</sup>, *“i proventi derivanti dall’emissione delle Obbligazioni saranno utilizzate dall’Emittente esclusivamente per finanziare, secondo le*

---

<sup>1</sup> Il nome tecnico dei minibond emessi dalla SIGIT.

*linee guida del business plan approvato dall'organo competente il 9 giugno 2014, il fabbisogno finanziario dell'Emittente e o delle Società Controllate, ivi incluso quello relativo allo sviluppo dell'attività. In particolare l'Emittente intende concedere al Garante un finanziamento ai fini dell'acquisto di un sito produttivo e di alcuni impianti produttivi e a Sigit Maroc un finanziamento ai fini dell'acquisto di alcuni impianti e di presse per termoplastici e termoformature”.*

Da questo documento si comprende come il finanziamento tramite i minibond emesso dalla SIGIT S.p.A andrà in primo luogo a finanziare degli investimenti in impianti di altre due società del gruppo, quella che opera in Polonia da qualche anno e la newco<sup>2</sup> in Marocco. Solamente grazie al nuovo strumento dei minibond si dà la possibilità ad una società non quotata come la SIGIT di finanziare indirettamente altre componenti del proprio gruppo senza aumentare la dipendenza dalle banche e facendo gravare il peso totale dell' obbligazione sulla capogruppo, suddividendola in piccoli finanziamenti per le nuove società, in modo tale da non generare un sovraccarico di debiti.

---

<sup>2</sup> New Company: azienda appena costituita.

### **3.4 Il “Maxibond” di Salini Costruttori**

Come abbiamo visto nel paragrafo 2.4 La Diffusione in Italia, con il Decreto Sviluppo e il Decreto Destinazione Italia, anche molte grandi imprese hanno deciso di emettere obbligazioni che potessero essere scambiate nel segmento Extramot pro di Borsa Italiana dedicato appositamente per questi titoli.

La finalità principale dell'emissione di queste aziende è quello di cambiare l'entità del proprio debito (da bancario a obbligazionario), sfruttando dei tassi di interesse privilegiati che riflettono maggiormente il principio di merito del credito e allungare l'orizzonte temporale di alcuni finanziamenti in scadenza.

Una di queste Società è la Salini Costruttori S.p.A. che il 26 novembre 2013 ha concluso una fusione per incorporazione di un'altra impresa di costruzioni la Impregilio S.p.A..

La società Salini Impregilio è player mondiale nella costruzione di grandi infrastrutture come dighe, ponti, aeroporti ecc.

Nel luglio del 2013 la Salini S.p.A. ha concluso l'emissione obbligazionaria di importo nominale di 400 milioni di euro con scadenza a cinque anni. Il taglio minimo dell'obbligazione è di 100.000 euro e paga una cedola annua del 6,125%. L'obbligazione è stata collocata presso i principali investitori istituzionali internazionali, e i titoli sono stati quotati presso la Borsa di Dublino. Questa scelta di non usufruire del segmento Extramot pro deriva dalla forte presenza della Salini nei mercati internazionali, e alla dimensione di questi titoli che avrebbero avuto più difficoltà di circolazione nella Borsa Italiana.

I rating che sono stati assegnati a questa operazione da Fitch e Standard & Poor's<sup>1</sup> sono stati rispettivamente BB e BB- , e riflettono i benefici derivanti dalla fusione tra Salini e Impregilio che porterà questo gruppo ad una solidità e performance durature nel tempo. La liquidità incassata dalla Salini con questa emissione sono stati destinati al rimborso parziale del finanziamento connesso all' OPA sulle azioni della Impregilio S.p.A. conclusa a maggio 2014.

Gli attori di questa maxi-emissione sono stati i seguenti:

---

<sup>1</sup> Due delle più importanti società di rating al mondo.

- 1) Banca IMI, Natixis e Unicredit come Joint Lead Managers e Joint Bookrunners per il collocamento.
- 2) Bonelli Erede Pappalardo come consulente legale in Italia.
- 3) White & Case come consulente legale in Irlanda.
- 4) Rathschild come advisor finanziario.
- 5) Ernst & Young come revisore,

# Conclusione

La situazione finanziaria e di crisi economica che ha colpito fortemente il contesto di impresa italiano ed europeo ha bisogno più che mai di questo genere di iniziative.

Studiando a fondo lo sviluppo dei Minibond nel mercato italiano, si evince come il forte entusiasmo con cui sono stati accolti i nuovi decreti sia da numerosissime PMI che da altrettanti investitori, tanto da generare la nascita di Fondi specializzati per aumentare questo genere di emissioni, è dipeso dalla quasi “disperazione” nella quale gli agenti del tessuto produttivo si trovano nella ricerca di finanziamenti.

Questo strumento oltre a dare la possibilità di ricevere finanziamenti a società già indebitate alle quali era impossibile accedere a nuovi prestiti bancari, ha anche aiutato le PMI che emettono Minibond a trovare capitali ad un costo non elevato. Infatti i tassi di interesse richiesti dalle banche, nonostante le garanzie richieste siano molto elevate, hanno raggiunto livelli altissimi, non rispecchiando il merito che ogni impresa ha nel generare flussi in entrate e quindi nel ripagare i propri debiti.

Alla luce di tutto questo, sicuramente la misura dei Minibond è una alternativa che una volta conosciuta raggiungerà ancora più successo e sarà uno strumento preferito al prestito bancario “classico”, ridando la possibilità alla PMI di superare questo periodo di recessione, rilanciandole verso quel successo che le ha portate ad essere i soggetti principali dell’economia italiana.

# Bibliografia e Sitografia

1. *“I Minibond e la riforma del decreto Destinazione Italia”*  
Saggio di Stefano Firpo
2. *“Minibond: cinquemila imprese in lizza.”* Articolo di Ilaria Vesentini pubblicato il 29 gennaio 2014 su il Sole24ore
3. *“Linee Guida sui Minibond”* pubblicato da Confindustria Toscana
4. *“Non solo credito bancario: l’opportunità dei Minibond”* di Ruggero Bertelli e Davide Bray, ricerca pubblicata da Confindustria Vicenza.
5. *“Banca Finanza e Industria in Italia”* di Ivone Diomede pubblicato da Rubbetino editore.
6. *“Analisi tecnica dei mercati finanziari”* di Murphy John J. Pubblicato da Hoepli editore.
7. *“Finanza di Impresa. Analisi e metodi”* di Alberto Manelli e Roberta Pace pubblicato da Isedi editore
8. *“Nella spirale tecnocratica, un’arringa per la solidarietà europea”* di Jurgen Habermas edito da Laterza
9. *“Minibond: la disciplina dopo le nuove disposizioni”* articolo di Stefano Padoani, pubblicato il 28 aprile 2014 su il Sole24ore.

10. *“l’alternativa dei Minibond” articolo di Silvio Bencini e Guido Tabellini, pubblicato il 9 marzo 2014 su il Sole24ore.*
11. *“BNL investe nel minibond da 6 milioni di Sigit” articolo del 6 settembre 2014 pubblicato su Lastampa.it*
12. *“Decolla il mercato dei Minibond, a luglio boom di emissioni” articolo del 30 luglio 2014 pubblicato su Lastampa.it*
13. *“Minibond, i fondi aprono la caccia” articolo di Patrizia Puliafito pubblicato il 10 marzo 2014 su il corriere.it*
14. *Articolo 2412 del Codice Civile italiano.*
15. *Decreto legge n.83 del 2012*
16. *Decreto legge n.145 del 2013*
17. *[www.minibond.it/minibond-e-banche/](http://www.minibond.it/minibond-e-banche/)*
18. *[www.Venetoappalti.it/normativa/altre](http://www.Venetoappalti.it/normativa/altre)*
19. *Documento interno di Tesionline 20840.pdf*
20. *[www.Notarlex.it/archivio\\_riforma](http://www.Notarlex.it/archivio_riforma)*
21. *Documento interno Tesionline 47969.pdf*
22. *[www.Investireoggi.it/obbligazioni/minibond](http://www.Investireoggi.it/obbligazioni/minibond)*
23. *[www.Mef.gov.it](http://www.Mef.gov.it)*
24. *[www.Ansa.it/sito/notizie/economia](http://www.Ansa.it/sito/notizie/economia)*