

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Tesi di laurea triennale

Finanza alternativa per le PMI: i Mini-Bond

I Decreti Italia sono stati sufficienti ad avviarne la diffusione?

RELATORE

Prof. Raffaele Oriani

CANDIDATO

Alessandra

D'Alessandro

Matr. 183181

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

INDICE

Introduzione.....	04
Capitolo 1: La struttura finanziaria delle imprese italiane	
1.1 Le principali fonti di finanziamento.....	07
1.2 Focus sulle PMI e lo sbilanciamento verso il sistema bancario.....	10
1.2.1 Il legame tra corporate governance e struttura finanziaria.....	11
1.2.2 Le caratteristiche finanziarie.....	13
1.3 Le problematiche associate al finanziamento delle PMI nell'era del credit crunch.....	17
1.4 Le alternative per risanare la struttura finanziaria delle PMI attraverso un sistema più orientato al Mercato.....	20
1.5 Decreto Sviluppo, Piano Destinazione Italia e Decreto Competitività.....	22
Capitolo 2: Il Minibond: l'alternativa al finanziamento bancario per le PMI	
2.1 Cosa sono i Minibond.....	27
2.2 Il profilo dell'emittente tipo.....	28
2.3 Il processo di emissione.....	30
2.4 Fase1: la valutazione della fattibilità dell'emissione.....	31
2.4.1 Il ruolo dell'Advisor.....	32
2.4.2 Analisi della fattibilità e redazione del Business Plan.....	33
2.5 Fase2: Analisi tecnico-finanziaria di supporto, strutturazione del prestito e assegnazione rating.....	34
2.5.1 Il ruolo dell'Arranger e l'analisi tecnico-finanziaria di supporto.....	34
2.5.2 La strutturazione del prestito.....	36
2.5.3 La valutazione del rischio: il rating.....	40
2.6 Fase3: Gli adempimenti legali ed amministrativi.....	42
2.6.1 Gli adempimenti legali.....	42
2.6.2 Gli adempimenti amministrativi.....	43
2.7 Fase4: Ricerca, promozione e individuazione degli investitori.....	44
2.7.1 Chi sono gli investitori professionali.....	44
2.7.2 Come avviene il contatto con gli investitori.....	48
2.8 Fase5: Closing dell'operazione. Richiesta di quotazione e collocamento dei titoli.....	48
2.8.1 I documenti necessari prima e dopo l'ammissione alla negoziazione.....	49
2.8.2 Evoluzione e vantaggi del segmento ExtraMOT PRO.....	51
2.9 Gli aspetti fiscali.....	53
2.10 I costi dell'amissione.....	54

Capitolo 3: La scarsa presenza delle piccole e medie imprese nel mercato dei mini-bond: analisi delle criticità

3.1 Analisi dei dati: le piccole e medie imprese presenti sul segmento ExtraMOT PRO.....	56
3.2 Il mercato potenziale individuato da Cerved group, Crif e Prometeia.....	59
3.3 Analisi delle criticità che bloccano l'emissione di minibond delle imprese di piccole e medie dimensioni.....	62
3.3.1 Le criticità insite nella natura stessa delle PMI.....	63
3.3.2 Le criticità legate al processo di emissione.....	73
3.4 Il confronto europeo.....	79
Conclusione.....	86
Bibliografia.....	90
Sitografia.....	92

Introduzione

I mini-bond sono particolari strumenti obbligazionari a medio lungo termine pensati per esser emessi da piccole e medie imprese, ad esclusione delle micro-imprese e delle banche, per finanziare progetti di sviluppo e/o investimenti straordinari dell'azienda. La grande importanza che il tema dei mini-bond ha assunto di recente è motivata dal fatto che la finanza d'impresa del nostro Paese è stata toccata da un' incisiva azione di riforma e di liberalizzazione, la quale si è posta come obiettivo principale quello di attenuare l'assetto prettamente "banco-centrico" consolidatosi nel corso dei decenni. La forte dipendenza dal canale bancario si è infatti mostrata fonte di importanti squilibri economico-finanziari durante la fase di stretta creditizia causata dal recente periodo di crisi economica mondiale. In un simile contesto i mini-bond rappresentano il concreto tentativo di fornire canali di *funding* alternativi a quello bancario con la possibilità, per le imprese, di riscattarsi dalla posizione di fragilità che le ha viste le principali vittime del *credit crunch* e permetterle così di ritornare a crescere. L' indiscusso portavoce della diffusione di tali strumenti è stato il Legislatore con i 'Decreti Italia' tutti convertiti in legge aventi l'intento di rimuovere, passo dopo passo, gli ostacoli di natura fiscale e normativa che impedivano alle imprese italiane di più piccole dimensioni e non quotate di accedere in maniera diretta al mercato dei capitali. Analizzare l'evoluzione normativa sul tema del finanziamento alle PMI alla luce delle novità introdotte rispettivamente da i decreti legge "Sviluppo" (D.L. 22 giugno 2012, n. 83), "Sviluppo Bis" (D.L. 18 ottobre 2012, n. 179), "Destinazione Italia" (D.L. 23 dicembre 2013, n. 145) e "Crescita e Competitività" (D.L. 24 giugno 2014, n. 91) e confrontarla con la realtà dei fatti è interessante al fine di effettuare un esame critico volto a valutare se tali Decreti siano stati in grado di porre la finanza d'impresa italiana nella condizione di intraprendere la strada di un radicale cambiamento o se vi siano ancora criticità che impediscono la completa maturazione dei mercati finanziari.

Obiettivo dell'elaborato, il quale si compone di tre capitoli, sarà appunto quello di affrontare gli aspetti appena delineati. Nel primo capitolo, partendo da un'iniziale illustrazione di quelle che sono le principali fonti di finanziamento alle quali un'impresa può ricorrere, vi è un'analisi della struttura finanziaria che nel corso degli anni ha finito per caratterizzare le PMI del nostro Paese. Le PMI rappresentano il 99,9% dell'intero tessuto imprenditoriale italiano, la loro grande importanza in termini economici si è sempre accompagnata ad una cronica dipendenza dal canale bancario che le ha rese altamente vulnerabili e fortemente sottocapitalizzate. Nel capitolo si approfondiscono le cause che hanno condotto a tale assetto finanziario attribuibili, per gran parte, al modello di *governance* e all'assetto proprietario, familiare o assoluto, che caratterizza le PMI e che di fatto impedisce l'entrata di nuovi capitali per la crescita attraverso fonti diverse da quelle tradizionali. I limiti di ordine culturale e l'elevata concentrazione hanno aumentato il divario tra la struttura finanziaria delle PMI italiane e quelle dei principali competitor europei. I dati illustrati nel corso del capitolo mettono appunto in luce quanto elevati siano i livelli di *leverage* nel nostro Paese e quanto limitato sia stato lo sviluppo dei mercati finanziari italiani rispetto agli standard europei. L'eccessivo

banco-centrismo rende le imprese troppo vulnerabili di fronte alle strette creditizie che inevitabilmente si verificano nei periodi di congiuntura negativa, quale quella verificatasi a partire dal 2007, costringendo le imprese a ridurre gli investimenti e a far leva sui soli crediti a breve termine, poco idonei a finanziare progetti di crescita. La vulnerabilità delle imprese richiede un riequilibrio della struttura finanziaria ed il ricorso a fonti di finanziamento diversificate come la quotazione in borsa sul segmento AIM, più accessibile alle PMI, o il ricorso al mercato obbligazionario attraverso strumenti *ad hoc* più idonei alle caratteristiche delle imprese più piccole come il *mini-bond*. Proprio quest'ultimo strumento pensato per le imprese più piccole e non quotate, ad eccezione delle micro-imprese e delle banche, ha rappresentato il veicolo attraverso il quale stimolare una più prudente diversificazione del rischio e delle fonti di finanziamento alleviando la condizione di vulnerabilità delle PMI italiane. A tal proposito nell'ultima parte del capitolo vengono illustrati gli interventi normativi che il Legislatore ha posto in essere al fine di incentivare l'accesso ad un mercato quale quello obbligazionario, da sempre appannaggio esclusivo delle imprese più grandi.

Il secondo capitolo si apre con la definizione dello strumento mini-bond e con i vantaggi e le motivazioni che spingono più frequentemente un'impresa a far ricorso a questa nuova *asset class* anche sulla base degli studi effettuati dall'Osservatorio dei mini-bond. Il mini-bond non è uno strumento di supporto alle aziende in crisi, ma un'opportunità di finanziamento sul mercato dei capitali per le aziende sane, con buone performance negli esercizi e con precisi programmi di crescita ovvero per tutte le imprese che possiedono un profilo in linea con i requisiti oggettivi, qualitativi e quantitativi che rendono un emittente appetibile agli occhi dei potenziali investitori professionali. Una volta passati in rassegna, il capitolo procede con l'illustrazione delle varie fasi contemplate da un processo di emissione di mini-bond e i soggetti coinvolti. Sommariamente, sebbene non vi sia un processo standard da seguire, un'emissione tipo di mini-bond può essere suddivisa in cinque fasi fondamentali: 1) una fase di analisi della fattibilità dell'operazione e preparatoria al fine di predisporre il prestito obbligazionario, 2) una fase di analisi tecnico-finanziaria di supporto, strutturazione del prestito e assegnazione del rating, 3) una fase che riguarda gli adempimenti legali ed amministrativi, 4) una fase di ricerca, promozione ed individuazione degli investitori ed 5) una fase di closing dell'operazione con eventuale richiesta di quotazione e collocamento dei titoli. Ciascuna vede coinvolti una serie di soggetti i quali, coadiuvati dal vertice aziendale, partecipano in maniera più o meno attiva al processo di emissione si tratta di: *Advisor*, banca *Arranger*, studio legale, Agenzia di rating, investitori istituzionali ed altri soggetti che interagiscono seppur con un ruolo minore quale Borsa Italiana S.p.a., Monte Titoli S.p.a., il rappresentante degli obbligazionisti, Banca D'Italia, Banca Agente, Security Agent. Al termine del capitolo vengono poi illustrati gli aspetti fiscali relativi all'emissione, figli delle novità introdotte dai 'Decreti Italia' e i costi legati all'intera operazione.

Il terzo ed ultimo capitolo è dedicato ad un'analisi volta a valutare se le imprese abbiano o meno colto le opportunità offerte dalla nuova disciplina e se la nuova disciplina, da sola, sia stata sufficientemente in grado di incentivare lo sviluppo del mercato obbligazionario italiano per le PMI. Il capitolo si apre con

un'illustrazione di alcuni dati forniti dall'Osservatorio dei Mini-Bond e di quelli messi a disposizione da Borsa Italiana al fine di valutare qual è lo stato attuale del mercato dei mini-bond e se la normativa introdotta dal Legislatore abbia o meno conseguito gli effetti sperati. Particolare attenzione viene riservata alle emissioni con tagli inferiori a € 50 milioni effettuate da imprese con fatturato compreso tra € 10 mila e € 50 mila, ovvero quella fascia alla quale i Decreti Italia sono indirizzati e che stenta a decollare. Si procede, poi, con l'illustrazione di quello che in potenza potrebbe essere lo sviluppo di questa nuova *asset class* sulla base delle indagini effettuate da alcune delle Agenzie nazionali di *rating* quali Cerved Group, Crif e di Prometeia, svolte con l'intento di individuare il volume concreto di società di capitali potenzialmente adatte ad emettere mini-bond. Una volta compreso che vi è un'effettiva lontananza tra i numeri delle PMI che hanno nei fatti mostrato, e mostrano, interesse verso emissioni di mini-bond e quelle che potenzialmente avrebbero le carte in regola per ottenere fonti finanziarie attraverso questo nuovo strumento e che si sperava mostrassero interesse a beneficiare dei vantaggi introdotti dalla nuova normativa, ma che non lo hanno fatto, il capitolo si conclude con uno studio di quelli che potrebbero essere gli ordini di motivi che, di fatto, hanno reso i Decreti insufficienti allo sviluppo di un mercato del debito *ad hoc* per le PMI. Nell'elaborato viene effettuata una distinzione tra le criticità strettamente riconducibili alla natura stessa delle PMI e alla loro cultura, da sempre oggetto di difficoltà di accesso al credito, e criticità legate al processo di emissione in sé. Da ultimo, nella parte finale dell'elaborato, si cercherà di comprendere se i due ordini di criticità siano o meno eliminabili attraverso nuovi interventi normativi o se esse richiedano contributi che vanno al di là delle possibilità del Legislatore.

Capitolo 1: La struttura finanziaria delle imprese italiane

1.1 Le principali fonti di finanziamento

La disponibilità di attività reali e finanziarie è fondamentale ai fini di una corretta gestione dell'impresa. La trasformazione degli input in maniera coordinata al fine di ottenere output da destinare alla vendita permette all'impresa di ottenere ricavi utili alla copertura sia dei costi operativi che di struttura e di remunerare il rischio d'impresa¹. L'eventualità che la gestione produttiva non riesca a generare i suddetti ricavi in maniera idonea alla copertura delle sofferenze viene, di norma, indicata come rischio operativo. In aggiunta, la volatilità dei flussi delle uscite e delle entrate, legati all'attività produttiva, comporta un'altra tipologia di rischio generato dall'imperfetto allineamento tra fonti e fabbisogni finanziari meglio noto come rischio finanziario. La dinamica dei flussi può, quindi, accrescere la variabilità del reddito e, di conseguenza, il rischio complessivo (al noto rischio operativo va sommato il rischio finanziario). A tal proposito la struttura finanziaria di un'impresa dovrebbe essere progettata in maniera tale da scongiurare sia il verificarsi di crisi di liquidità sia, allo stesso tempo, situazioni di eccedenza monetaria. All'interno di un'impresa il compito di individuare le fonti di provvista più convenienti in termini di durata, remunerazione e vincoli, è conferito alla funzione finanza, in modo tale da ottimizzare l'impiego delle risorse disponibili e scongiurare fenomeni di disequilibrio finanziario.

Le modalità di copertura del fabbisogno finanziario si distinguono generalmente nel modo seguente:

- Autofinanziamento derivante dagli avanzi positivi di cassa frutto della gestione aziendale;
- Capitali propri, a titolo di rischio, conferiti dai soci;
- Debiti a breve o medio/lunga durata;
- Dismissione di asset patrimoniali non strategici;
- Finanziamenti pubblici;
- Finanziamenti infragruppo.

Non tutte le forme di provvista elencate vengono necessariamente utilizzate come fonti di finanziamento a copertura del fabbisogno aziendale; ciascuna di esse viene selezionata sulla base delle sue peculiarità e caratteristiche che è utile illustrare per avere un quadro di riferimento completo.

Con autofinanziamento intendiamo tutte quelle risorse finanziarie frutto della gestione dell'azienda disponibili in virtù degli utili netti conseguiti nell'esercizio e non distribuiti ai soci. È considerato come una politica interna, una forma di finanziamento interno e di risparmio che consente di sostenere lo sviluppo

¹ Ernesto Monti, "Manuale di Finanza per l'Impresa", ISEDI, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009

dell'impresa. È strettamente collegato alla capacità reddituale della stessa. Le disponibilità monetarie generate dall'autofinanziamento sono da anni modeste tanto per il calo della domanda interna ed internazionale quanto per l'allungamento del ciclo monetario del capitale circolante. La gestione operativa tende ad assorbire cassa invece di produrne e di conseguenza l'autofinanziamento non rappresenta più una fonte stabile di finanziamento per le imprese.²

Alimentare il patrimonio aziendale attraverso l'apporto di capitale di rischio o proprio denota l'immissione di denaro fresco in azienda da parte di soggetti che partecipano in maniera diretta al rischio d'impresa (proprietari/soci). Tale forma di finanziamento è considerata in Italia a carattere tipicamente straordinario. Per via di fattori di natura fiscale e non, prevale, infatti, il modello "famiglia ricca- impresa povera" a causa della limitata capitalizzazione delle imprese.

L'apertura del capitale di rischio a soggetti esterni all'impresa denota, invece, la concreta possibilità dell'azienda di reperire fondi facendo ricorso direttamente al mercato dei capitali di rischio. Il conferimento di fondi all'impresa a titolo di capitale di rischio implica l'adozione del titolo di socio, la partecipazione al rischio d'impresa nonché il godimento di diversi diritti patrimoniali, amministrativi e misti a seconda della tipologia di azioni possedute. Nel nostro Paese, in particolare, i mercati finanziari dei capitali di rischio sono da sempre assai modesti, sebbene in crescita. La causa è da ricercarsi nei modelli di *governance* prevalenti nelle PMI italiane. Il controllo di tipo familiare parimenti al controllo di tipo assoluto, esercitato da un unico soggetto privato, sono tipicamente avversi all'apertura del capitale di rischio a soggetti esterni all'impresa.

L'indebitamento a breve termine può essere suddiviso tra debiti verso fornitori e debiti accesi per far fronte a esigenze di elasticità di cassa³. I debiti verso i fornitori sono frutto del differimento della scadenza di pagamento di acquisti effettuati dall'impresa a carattere prettamente temporaneo. I debiti conseguiti a fronte delle esigenze di elasticità di cassa, sono il risultato dello sfasamento temporale tra uscite ed entrate tipico della dinamica del ciclo di produzione e vendita. Il fabbisogno finanziario generato dallo sfasamento viene di norma fronteggiato attraverso l'apertura di credito in conto corrente. Nel novero degli strumenti di indebitamento a breve termine rientrano formalmente anche i titoli emessi dall'impresa con durata contrattuale relativamente contenuta (*commercial paper*, polizze di credito commerciali e cambiali finanziarie)⁴.

I debiti a medio/lungo termine sono rappresentati perlopiù da: prestiti obbligazionari; mutui; fondo di quiescenza del personale dipendente. I prestiti obbligazionari sono fonti di finanziamento a lunga scadenza dedicati alle società per azioni, alle società in accomandita per azioni e alle società a responsabilità limitata⁵.

² R. Calugi e G. Paglietti, "I mini-bond. Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano, 2013

³ Ernesto Monti, "Manuale di Finanza per l'Impresa", ISEDI, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009. Op. cit.

⁴ Ernesto Monti, "Manuale di Finanza per l'Impresa", ISEDI, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009. Op. cit.

⁵ La riforma del diritto societario (D.lgs. n. 6/2003) ha esteso anche alle società a responsabilità limitata (come già previsto dall'art. 2410 per le s.p.a.) la possibilità di finanziarsi attraverso l'emissione di obbligazioni, che l'art. 2483 denomina con una espressione di nuovo conio "titoli di debito", a condizione che ciò sia espressamente previsto dall'atto costitutivo.

Questi prestiti sono rappresentati da titoli di credito (obbligazioni) che documentano il prestito accordato dai sottoscrittori alla società emittente. Le obbligazioni sono fruttifere di interessi e rimborsabili in un'unica soluzione alla scadenza del prestito oppure secondo un preciso piano di ammortamento. In Italia i corporate bond sono da sempre uno strumento riservato perlopiù ai grandi emittenti.

I mutui sono strumenti di estrema rilevanza nella definizione delle politiche di copertura del fabbisogno finanziario. Si differenziano dalle emissioni obbligazionarie per la loro natura «non cartolare» (non rappresentate, cioè, da un titolo, bensì da un'articolata e specifica contrattualistica) del rapporto giuridico che lega il creditore e il mutuatario⁶. I mutui (come anche le aperture di credito in conto corrente sopra citate) rientrano nel novero dei finanziamenti bancari i quali rappresentano la quota assolutamente più rilevante dei debiti finanziari delle imprese italiane. La dipendenza dal sistema bancario è in Italia superiore rispetto alla media registrata nella zona Euro.

Infine, il fondo di quiescenza del personale dipendente può anch'esso essere annoverato tra le fonti di finanziamento a medio/lungo termine nonostante la nuova disciplina sui fondi pensione stia riducendo nel tempo tale forma di finanziamento. Infatti, in presenza di costanza nell'ammontare della manodopera occupata, il fondo tende a crescere- salvo casi particolari- per l'eccedenza degli adeguamenti rispetto agli utilizzi.⁷

Con dismissione di asset patrimoniali non strategici intendiamo la liquidazione di titoli finanziari e immobilizzazioni non strategiche, la cui dismissione non comporta effetti negativi sulle capacità produttive e commerciali dell'impresa.⁸ Sono entrate straordinarie.

Lo stato prevede l'erogazione di periodici finanziamenti pubblici al fine di finanziare imprese e determinate categorie produttive. Nella gestione degli aiuti statali, la Commissione Europea ha determinato una mappa per ogni Stato membro che li aiuta a indirizzare i finanziamenti a livello regionale. Le erogazioni a carattere pubblico sono risultate, negli ultimi anni, razionate a causa di politiche di *spending review* utilizzate e dei più stringenti vincoli di bilancio. Risulta inoltre più difficile anche l'accesso a tali finanziamenti. A fronte di una contrazione dei finanziamenti diretti, per migliorare l'effetto leva degli interventi pubblici, si assiste ad un incremento dei fondi pubblici di garanzia di prestiti concessi dal sistema finanziario.⁹

Ulteriore fonte di approvvigionamento è rappresentata dai finanziamenti infragruppo. Si tratta di fondi che possono essere erogati sia dalla capogruppo che da altre società del gruppo a favore di altre società sottoposte a direzione unitaria. I finanziamenti infragruppo sono scarsamente diffusi in Italia. Il controllo di

Viene in tal modo a cadere il divieto posto dalla precedente legislazione. L'art. 2486, comma 3 precludeva infatti alle s.r.l. l'emissione di obbligazioni e quindi l'accesso al risparmio diffuso.

⁶ A tal riguardo: S. De Angeli, *Le banche e il credito a medio termine*, Il Mulino, Bologna 1983.

⁷ Ernesto Monti, "Manuale di Finanza per l'Impresa", ISEDI, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009. Op. cit.

⁸ M. Corvino, "Le fonti di finanziamento delle imprese e i vantaggi delle emissioni dei minibond", rivista on line Commercialista Telematico, 2015

⁹ R. Calugi e G. Paglietti, "I mini-bond. Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano, 2013. Op.cit.

gruppo, infatti, che prevede una holding o sub-holding, è presente solamente nel 10% delle piccole imprese italiane e in circa il 15% di quelle medie.

Come abbiamo visto, le fonti di finanziamento aziendale possono essere diverse. La scelta deve essere frutto di un'accurata comprensione delle esigenze dell'impresa in termini di investimenti e redditività futuri, della struttura finanziaria corrente, della percezione dei rischi sul mercato e della sua capacità di attrarre investitori esterni. La crisi degli ultimi anni ha tuttavia fatto emergere le debolezze del sistema imprenditoriale italiano in particolare l'inadeguatezza strutturale delle fonti di finanziamento. La composizione di tali fonti è rapportata alla dimensione aziendale: più l'impresa è piccola, più inadeguata è la sua struttura finanziaria; più nello specifico, più l'impresa è piccola, più marcata è la sua dipendenza dai finanziamenti bancari (fig. 1.1).

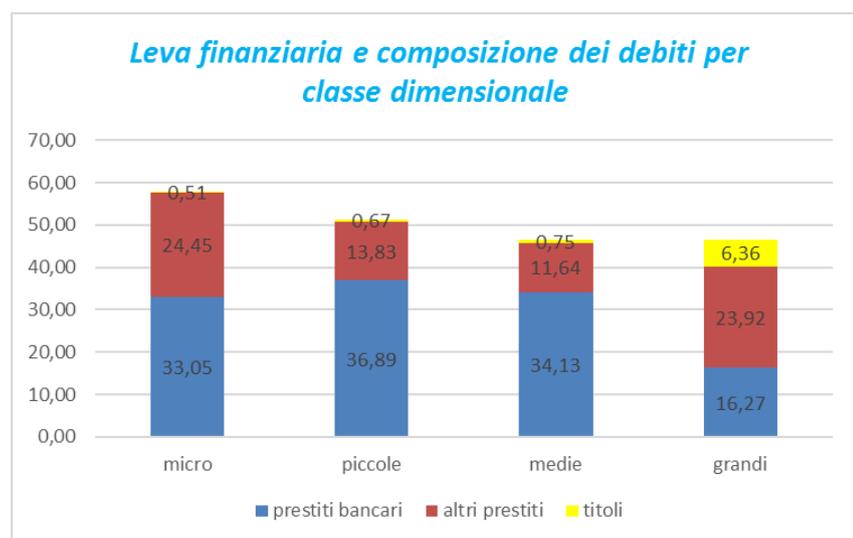


Figura 1.1. Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari, e Cerved. Elaborazioni su bilanci Cerved relativi all'anno 2014 per un campione di circa 700.000 imprese; dati a valori contabili.

1.2 Focus sulle PMI e lo sbilanciamento verso il sistema bancario

Le PMI¹⁰ rappresentano il 99,9% dell'intero tessuto imprenditoriale italiano, percentuale in linea con la media Ue con la differenza che il nostro Paese si caratterizza per una maggiore incidenza delle imprese micro: il 95% contro una media Ue del 92%. Per quanto attiene il modello di finanziamento delle stesse, esso si è sempre caratterizzato per una stretta dipendenza dal sistema bancario tradizionale che si accompagna ad un deficit strutturale del mercato finanziario italiano, sia azionario che obbligazionario. Il peso dei prestiti sul passivo, le modalità di relazione banca-impresa (frazionate tra più banche), le forme

¹⁰ La Commissione Europea nell' articolo 2 della Raccomandazione della Commissione introduce le nuove soglie, entrate in vigore a partire dal 1° gennaio 2015, per la definizione di microimprese, piccole imprese, medie imprese. Esse prevedono che: la categoria delle micro-imprese, delle piccole e delle medie imprese comprende imprese che impiegano meno di 250 persone e il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio non supera i 43 milioni di euro. All'interno di questa categoria Le piccole imprese sono definite come imprese che impiegano meno di 50 persone e il cui fatturato annuo o totale di bilancio non supera i 10 milioni di euro. Le micro-imprese sono definite come imprese che impiegano meno di 10 persone e il cui fatturato annuo o totale di bilancio non supera i 2 milioni di euro.

tecniche (il peso del breve termine e delle forme di *c/c*) rendono il modello strutturalmente debole, fortemente pro-ciclico e inadatto a sostenere tanto lo sviluppo a medio-lungo termine quanto le imprese ad alta intensità di innovazione¹¹.

1.2.1 Il legame tra corporate governance e struttura finanziaria

Per comprendere appieno i connotati della struttura finanziaria delle PMI italiane è necessario innanzitutto prestare attenzione alla struttura di *governance* e controllo che le caratterizza. Secondo uno studio condotto da Elena Belli e Francesco Giordano¹², effettuato su un campione di 834 imprese clienti di Unicredit Banca d'Impresa, è stato possibile osservare empiricamente come *governance* e controllo non sono indipendenti dalla struttura finanziaria e dalle fonti di finanziamento prevalenti per le imprese. Sistemi di *governance* poco sofisticati sono accompagnati da difficoltà di accesso alla finanza esterna, ad eccezione di forme di finanziamento bancario tradizionali, quali ad esempio forme di finanziamento bancario di breve periodo, con ampio ricorso a garanzie di natura personale.

Nello specifico gli *assetti proprietari* delle imprese italiane si caratterizzano per:

- un elevato grado di concentrazione della proprietà, indipendentemente dalla dimensione, in media pari al 60%. La quota del primo azionista è generalmente tale da conferirgli la maggioranza assoluta. Anche l'ampiezza della compagine sociale è un indicatore della tendenza alla concentrazione, compresa in media tra uno e quattro soci. La gestione «accentrata» e una chiusura a possibili scenari competitivi insieme ad una patrimonializzazione limitata e di tipo tradizionale, sono determinati da vincoli «culturali» spiegabili con una forte avversione al rischio¹³;
- la proprietà e/o il controllo diretto del capitale delle imprese è detenuta e/o esercitata nella maggior parte dei casi da persone fisiche. Soprattutto nel caso di società non quotate si rinviene una vera e propria associazione tra proprietà e controllo;
- ampia diffusione tra le imprese di gruppi anche informali (ovvero dove non viene presentato un bilancio consolidato, ma le imprese sono partecipate e/o hanno partecipazioni significative in altre società del gruppo stesso).

In merito *al controllo e le caratteristiche di governance* fra le imprese italiane:

¹¹ G. Forestieri, Università Bocconi, "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio", *Bancaria* n.6/2015

¹² Si veda E. Bonelli e F. Giordano, "Governance e struttura finanziaria delle imprese italiane", *Il Mulino- Revisteweb*, L'INDUSTRIA n.2/aprile-giugno 2007

¹³ R. Oriani e R. Santella, "Il finanziamento alle Piccole e Medie Imprese italiane tra credit crunch e nuovi scenari", *Quaderni di ricerca sull'artigianato* n.3/2014

- prevalgono forme di controllo familiare e assoluto¹⁴ corrispondenti ad una struttura societaria scarsamente orientata a soci esterni. La dimensione delle imprese italiane è spesso la risultante di una gestione a carattere familiare. Le famiglie tendono a mantenere il controllo dell'impresa e a limitare l'entrata di nuovi capitali per la crescita (Shanker e Astrachan 1996; Villalonga e Amit 2006)¹⁵. L'avversione nei confronti di operazioni come emissioni azionarie sono espressione dell'antica diffidenza del proprietario-imprenditore che percepisce l'apertura a soggetti esterni come un annacquamento del potere di controllo sull'impresa, o come scelte che impongono obblighi troppo severi di trasparenza;
- vi è un basso grado di apertura a soci esterni con limitata contendibilità ovvero possibilità che il controllo cambi qualora la gestione strategica non ottenga risultati auspicati. La necessità di voler conservare valori e tradizioni della famiglia, meglio noto come paradigma della *socioemotional wealth* nelle imprese familiari (Gomez-Mejia et al. 2007; 2010) pone un grosso problema alla necessità della riconfigurazione della *governance* delle imprese familiari italiane di fronte alle sfide poste dalla globalizzazione e il passare del tempo;
- prevalgono strutture di *governance* «informali», caratterizzate dalla scarsità di controlli esterni vincolanti, a tutela dei finanziatori terzi. L'assenza di *manager* esterni è indice di minore diffusione di regole codificate e di controlli stringenti. Vi è un legame tra controllo e diffusione di meccanismi di supervisione esterna: tra le imprese a controllo di tipo familiare o assoluto risulta, ad esempio, particolarmente elevata la proporzione di aziende che non hanno membri indipendenti nel Consiglio di Amministrazione.

Gli assetti proprietari e i modelli di controllo hanno influenzato e sono stati a loro volta influenzati dal modello di relazione fra banca e impresa ed il connesso sistema di finanziamento delle imprese. Un sistema finanziario bancocentrico e fondato su relazioni fiduciarie di lungo periodo (*bank-based o relationship based*) conduce a migliori risultati quando il tessuto produttivo è frammentato in molte imprese di piccole dimensioni, quando vi è poca trasparenza informativa a causa dell'elevato costo delle informazioni, quando il sistema giudiziario non è in grado di garantire con rapidità la protezione dei contratti e quando l'innovazione procede in modo incrementale e non per salti discreti¹⁶. Per questi motivi un sistema di finanziamento *relationship based* è stato strumentale al tipo di crescita delle imprese italiane. Tale sistema può tuttavia condurre ad una perdita della capacità allocativa e selettiva delle banche ed a significative difficoltà di accesso alla finanza esterna per le imprese, spesso fortemente sottocapitalizzate.

¹⁴ Nel modello di controllo assoluto il controllo è esercitato da un'unica persona fisica che detiene la maggioranza del capitale; nel modello di controllo familiare il controllo è esercitato congiuntamente da più soggetti legati da vincoli di parentela.

¹⁵ R. Oriani e R. Santella, "Il finanziamento alle Piccole e Medie Imprese italiane tra *credit crunch* e nuovi scenari", Quaderni di ricerca sull'artigianato 3/2014. Op. cit.

¹⁶ E. Bonelli e F. Giordano, "Governance e struttura finanziaria delle imprese italiane", Il Mulino- Revisteweb, L'INDUSTRIA, n.2, aprile-giugno 2007. Op.cit.

Infine i mancati progressi nelle strutture di *governance* nonché nella trasparenza della comunicazione societaria spiegano il deludente sviluppo dei mercati azionari ed obbligazionari e del *venture capital*, nonostante l'evoluzione del contesto normativo e i cambiamenti nel contesto finanziario internazionale avvenuti grazie all'integrazione dei mercati. Il mancato sviluppo di forme di finanziamento più sofisticate, osservabile specialmente nelle PMI, è spiegabile anche dal ricorso ancora estremamente diffuso a forme di finanziamento bancarie tradizionali: il credito a breve termine, con garanzie personali, ottenuto attraverso multi-affidamento bancario.

1.2.2 Le caratteristiche finanziarie

Abbiamo ampiamente discusso delle peculiarità del tessuto imprenditoriale italiano che hanno contribuito ad influenzare la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese, fortemente dipendenti dal sistema bancario, patrimonialmente deboli e tendenzialmente chiuse a investitori esterni.

Entrando nello specifico, le particolarità della nostra economia sono illustrate sinteticamente dalla figura 1.2 che offre un quadro della composizione delle passività finanziarie delle imprese nei principali paesi europei.

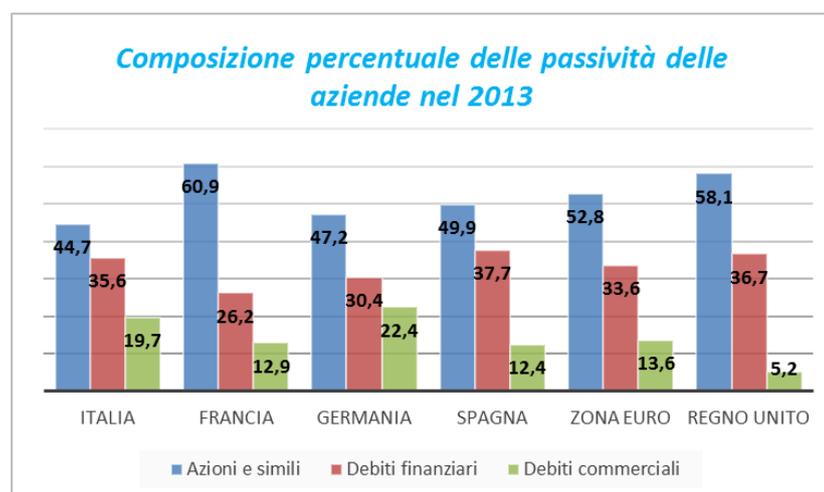


Figura 1.2. Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Il primo dato di spicco riguarda le azioni e titoli similari. L'Italia è il paese in cui la componente azionaria presenta il peso relativo minore rispetto al totale delle passività il cui valore percentuale è pari a 44,7%, inferiore di circa otto punti percentuali rispetto alla media nella zona Euro. Tale dato conferma il deficit strutturale del mercato dei capitali di rischio italiano determinato tanto da vincoli di natura fiscale e amministrativa, tanto da vincoli di natura puramente culturale che impedisce l'ampliamento delle compagnie sociali. Bisogna tuttavia riconoscere che negli ultimi anni, successivi alla crisi, la situazione è andata evolvendo verso una maggiore apertura verso strumenti di finanziamento offerti dai mercati regolamentati. L'Italia, a partire dal 2013 (si vedano le tab. seg.), assiste ad un notevole aumento dei volumi delle emissioni azionarie lorde delle società finanziarie passando da 491 miliardi del 2012 a 1013 miliardi di euro nel 2013. Il trend positivo continuerà nel 2014 con 2324 miliardi di emissioni azionarie lorde con una lieve flessione

nel 2015 dove i volumi si ridurranno a quota 1823 miliardi. Siamo tuttavia ancora lontani dai livelli dei maggiori paesi europei. Anche il numero di società neo-quotate è aumentato a partire dal 2013, in particolare un grande peso ha assunto il numero delle neo-quotate nei segmenti dedicati alle PMI. Nel 2015, sebbene sia

<i>Emissioni azionarie lorde delle società non finanziarie</i>				
Data	Francia	Germania	Italia	Spagna
2006	11.159	8.940	4.179	2.719
2007	30.492	7.910	2.812	22.952
2008	10.704	3.481	1.816	378
2009	21.341	8.933	12.751	5.636
2010	9.580	8.701	759	2.589
2011	10.634	9.023	453	3.369
2012	13.841	3.863	491	345
2013	12.799	3.991	1.013	75
2014	21.138	9.305	2.324	3.248
2015	17.941	6.329	1.823	5.491

Elaborazione su dati Borsa Italiana e BCE (dati annuali; miliardi di euro)

<i>Numero di società neoquotate in Italia</i>		
Data	totale	di cui: segmenti dedicati alle piccole e medie imprese
2006	21	7
2007	32	11
2008	7	5
2009	7	6
2010	9	7
2011	8	7
2012	6	5
2013	17	15
2014	26	21
2015	26	18

Elaborazione su dati Borsa Italiana e BCE (dati annuali; numero di unità)

rimasto stabile il numero delle quotazioni in borsa, è aumentato il controvalore delle quotazioni rispetto al 2014 (5,4 miliardi di euro, contro 2,9 nel 2014) ¹⁷.

I debiti finanziari, composti da obbligazioni e prestiti, rivestono nel nostro sistema un peso relativo maggiore rispetto alla composizione delle passività pari a circa 35,6% e superiore di oltre 5 punti percentuali rispetto alla Germania e di oltre 9 rispetto alla Francia. Regno Unito e Spagna presentano livelli molto simili al nostro, rispettivamente 36,7% e 37,7%, sebbene la loro articolazione sia diversa. Se andiamo infatti a scomporre i debiti finanziari nella componente obbligazionaria e in quella dei prestiti è possibile notare (si veda la tab. seg.) che l'Italia presenta una quota di titoli obbligazionari appena sopra la media della zona Euro, ma lontana dai livelli della Francia e del Regno Unito e di molto superiore rispetto alla Spagna (0,6). È interessante notare, tuttavia, che si è registrata, negli ultimi anni, una preferenza, in particolare da parte delle imprese medio-grandi per il canale obbligazionario. Le cause sono da ricercarsi nella contrazione dell'offerta di prestito bancario dopo la crisi del 2007 e nelle condizioni di mercato particolarmente favorevoli all'emissione di tali strumenti¹⁸. Tra il 2010 e il 2013 le emissioni lorde di titoli mobiliari da parte delle società non bancarie italiane sono cresciute in misura cospicua. Nel 2013 si è registrato un valore complessivo di emissioni obbligazionarie vicino a € 40 mld, di € 30 mld nel 2014 contro valori che nel 2010

<i>Composizione percentuale sul totale delle passività finanziarie dei debiti finanziari</i>			
	Obbligazioni	Prestiti	Tot. Debiti finanziari
Italia	4,1	31,5	35,6
Francia	6,2	20	26,2
Germania	2,7	27,7	30,4
Spagna	0,6	37,1	37,7
Zona Euro	3,8	29,8	33,6
Regno Unito	10,3	26,4	36,7

Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca D'Italia

¹⁷ Banca d'Italia, "Relazione annuale della Banca d'Italia 2015", 31 maggio 2016

¹⁸ 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 ed elevata volatilità del mercato borsistico che, negli anni più 'difficili' della crisi, ha spinto investitori professionali e retail a preferire strumenti finanziari a minore rischio quali appunto i titoli obbligazionari.

toccavano poco più di € 22 mld¹⁹. Le PMI hanno beneficiato della normativa sui minibond che dal novembre 2012 favorisce le emissioni da parte di imprese non quotate. Nel 2015 il miglioramento delle condizioni di offerta dei prestiti bancari si è accompagnato a una sostanziale stabilità del ricorso da parte delle imprese al mercato obbligazionario²⁰. Analizzando, infine, la quota dei prestiti è possibile osservare che sebbene l'Italia presenti livelli molto vicini alla media della zona Euro, ha un netto differenziale rispetto alla Germania (+4 punti), al Regno Unito (+5punti) e ancor più rispetto alla Francia (oltre +11 punti percentuali), ed è inferiore solo alla Spagna (ca. -6 punti).

Se disaggreghiamo ulteriormente i prestiti in base ai soggetti prestatori, emerge ancor più la cronica dipendenza delle imprese italiane dal sistema bancario. L'Italia presenta un livello percentuale d'indebitamento di matrice bancaria pari a 23 punti, livello nettamente superiore rispetto alla media della zona Euro pari a 15,3 punti percentuali. In Spagna i prestiti bancari superano di poco il 17%, in Francia si attestano addirittura al 10% un livello decisamente inferiore rispetto a quello italiano. L'elevata dipendenza banca-impresa si traduce in due dati importanti: i debiti bancari in Italia corrispondono a circa tre quarti dei prestiti concessi alle imprese contro una media Euro di circa un mezzo. In secondo luogo il peso dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari è il più elevato rispetto agli altri paesi europei (vedi tab. seg.). Il rapporto banca-impresa è peraltro contraddistinto da elevata frammentazione. Infatti, in media, ciascuna impresa intrattiene rapporti con cinque banche implicando un rapporto scarsamente personalizzato, che preclude la possibilità di accedere ad un ampliamento della gamma dei servizi offerti e una scarsa fidelizzazione del cliente. La dipendenza dal canale bancario è ancor più marcata per le imprese di minori dimensioni alle quali sono state di fatto precluse finora alternative credibili.

<i>Composizione percentuale sul totale delle passività finanziarie dei prestiti delle imprese</i>					
	Banche	Altri soggetti	Tot. Prestiti	Debiti bancari/ Prestiti	Debiti bancari/ Debiti
Italia	22,9	8,6	31,5	72,6	64,2
Francia	10,0	10,0	20,0	50,2	38,3
Germania	15,5	12,2	27,7	55,9	50,9
Spagna	17,4	19,7	37,1	46,9	46,2
Zona Euro	15,3	14,5	29,8	51,3	45,5
Regno Unito	10,9	15,5	26,4	41,1	29,6

Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca D'Italia

Secondo fattore di criticità riguarda il grado di patrimonializzazione delle PMI italiane. Le nostre imprese sono infatti fortemente sottocapitalizzate e tale peculiarità emerge chiaramente semplicemente confrontando il leverage²¹ delle imprese italiane con quelle degli altri maggiori paesi europei.

¹⁹ Dati Banca d'Italia 2015.

²⁰ Banca d'Italia, "Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 2/2015", 6 novembre 2015

²¹ Per *leverage* finanziario s'intende il rapporto tra il valore di mercato dei debiti finanziari e le somme degli stessi con il patrimonio netto a valore di mercato

Leverage: percent						
Data	Italia	Germania	Francia	Spagna	Regno Unito	Stati Uniti
2007	41,6	39,0	28,8	41,6	37,3	28,6
2011	48,4	43,9	39,2	49,3	40,4	31,2
2014	43,9	39,0	34,8	39,4	35,2	26,9

Fonte: Banca d'Italia, Istat e Cerved Group BCE per i paesi europei e Federal Reserve System per gli Stati Uniti

Nonostante una diminuzione dei debiti finanziari delle imprese nel 2014 rispetto al 2011 di circa 4 punti percentuali, passando dal 48,4% al 43,9%, il *leverage* finanziario italiano è il più alto rispetto a quelli dei maggiori paesi europei. Il tema della patrimonializzazione è molto importante in quanto direttamente correlato al costo del debito e alla crescita dimensionale. Le imprese sotto-patrimonializzate sono quelle alle quali vengono attribuiti rating peggiori e di conseguenza costi di accesso al credito maggiori per far fronte tanto a rischi finanziari quanto operativi. Inoltre, la carenza di capitale di rischio può rappresentare un limite alla crescita delle imprese, in quanto tale tipologia di fondi è maggiormente idonea a finanziare la crescita di lungo termine²². Attualmente con la ripresa economica e l'allentamento delle condizioni monetarie, assistiamo ad un fenomeno di graduale riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane. La conseguente riduzione della leva prosegue con gradualità e nel corso dei primi nove mesi del 2015 l'ammontare dei debiti finanziari è diminuito sia in valore assoluto sia rispetto al PIL (vedi fig. 1.2). L'importante riduzione della leva finanziaria del 2014 è riconducibile per un quarto ai flussi di capitale e alla diminuzione dei debiti finanziari e per tre quarti all'incremento del valore del patrimonio (vedi fig. 1.3 (b)). La sostenibilità del debito è inoltre migliorata grazie al calo degli oneri finanziari netti. Aumentano i prestiti erogati a favore delle imprese che presentano un miglior equilibrio finanziario, rimangono ancora in diminuzione per le micro-imprese percepite ancora dalle banche come più rischiose²³.

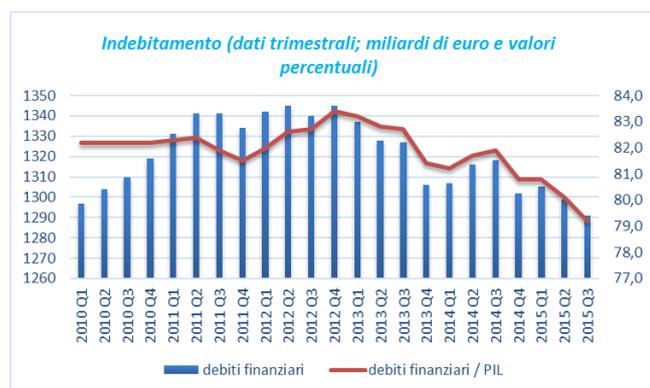


Figura 1.3(a), Fonte: Banca d'Italia e ISTAT 1

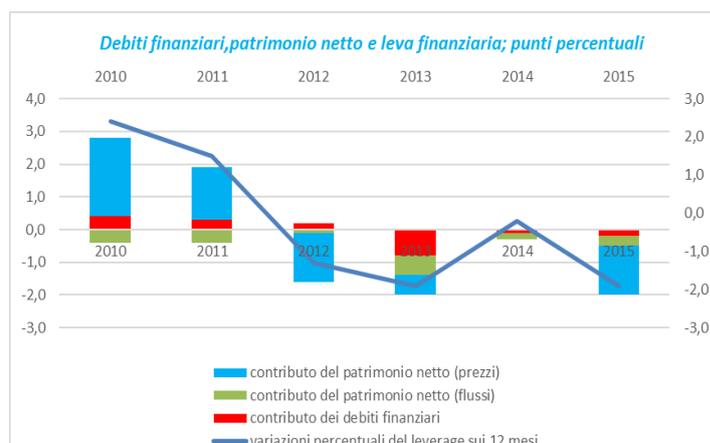


Figura 1.3(b). Fonte: Banca d'Italia e ISTAT 2

²² L'equity rispetto al debito non ha vincoli temporali, non necessita di garanzie di supporto, dovrebbe limitare gli effetti del *moral hazard* e non incide sul rischio di credito dell'impresa (Magri 2014)

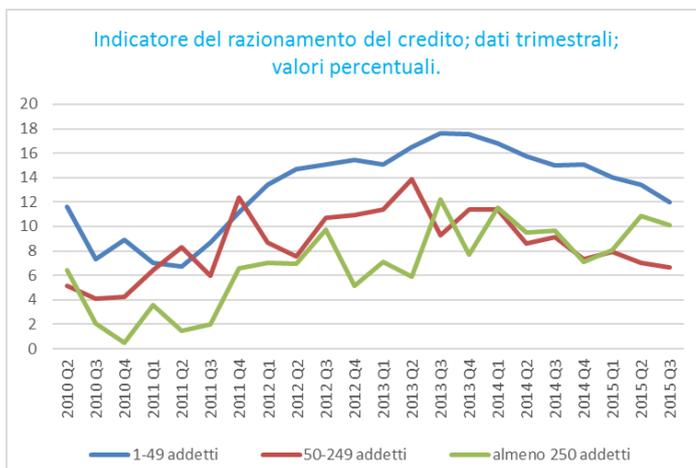
²³ Banca d'Italia, "Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 1/2016", 29 aprile 2016.

1.3 Le problematiche associate al finanziamento delle PMI nell'era del credit crunch

La crisi del sistema finanziario globalizzato emersa negli Stati Uniti nell'agosto del 2007 e trasmessa poi all'economia reale ha avuto un impatto profondo sull'economia italiana innescando un circolo vizioso in cui determinanti come l'aumento del debito sovrano, le politiche di aggiustamento fiscale, le tensioni patrimoniali delle banche e i vincoli regolamentari dettati dalle autorità bancarie europee non hanno avuto un ruolo secondario²⁴. Nel caso italiano, la crisi finanziaria ha fatto emergere uno dei limiti principali di un sistema banco-centrico: la prociclicità.

Le tensioni nella posizione patrimoniale e finanziaria degli intermediari ha causato la necessità delle banche di aumentare le scorte di liquidità e l'impegno a contenere il fabbisogno di capitale. È emerso così a livello globale una restrizione dell'offerta di prestiti con effetti sull'attività produttiva. In Italia, seppur la contrazione del prestito bancario sia stata di entità relativamente limitata, l'impatto si è mostrato assai più rilevante specialmente per le PMI. Le ragioni sono da ricercarsi nelle caratteristiche strutturali del sistema finanziario italiano incentrato sul ruolo delle banche, incapace di fornire al sistema alternative valide di finanziamento. In un sistema siffatto un calo pur contenuto dei prestiti concessi ha portato alla contrazione non marginale degli investimenti e dell'attività produttiva.

Come possiamo rilevare dalla fig.1.4, la quale indica la quota % di imprese che hanno dichiarato di aver chiesto e non ottenuto credito verso quelle che hanno avuto contatti con banche o società finanziarie, a partire dal 2011 assistiamo ad un brusco razionamento del credito, di entità decisamente maggiore per le imprese con meno di 50 addetti, con segnali di miglioramento solo a partire dal 2014.



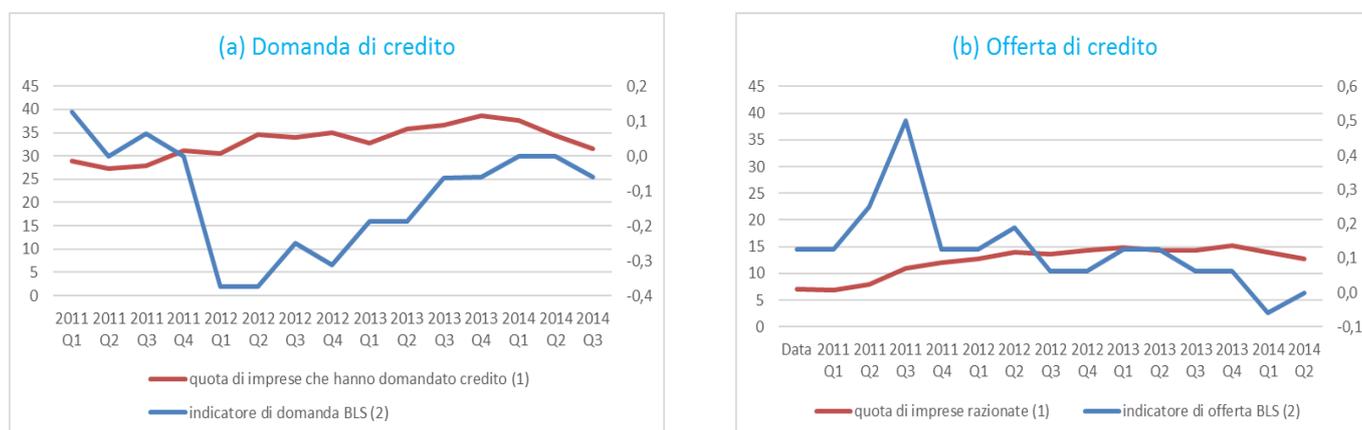
Fonte: Banca d'Italia 2015. Figura 1.4, quota di imprese che hanno dichiarato di aver chiesto e non ottenuto credito in percentuale di quelle che hanno avuto contatti con banche o società finanziarie nei 3 mesi precedenti l'indagine; medie di dati mensili rilevati dall'Istat presso un campione di imprese manifatturiere.

A ciò si aggiunge l'inversione di tendenza nella dinamica del mercato, tra il 2011 e il 2012, in conseguenza della quale le imprese italiane, che da sempre potevano beneficiare del vantaggio di sostenere tassi

²⁴R. Calugi, V. Morelli e G. Paglietti, "I mini-bond. Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano, 2013

d'interesse sui prestiti inferiori rispetto alle realtà estere, si sono viste applicare a partire dal 2012 tassi superiori rispetto ai maggiori competitor europei. Il progressivo aumento dei tassi sui prestiti si è protratto fino al 2014 quando grazie ad un minor livello di restrizione delle politiche di offerta si assiste ad una riduzione del costo di accesso a nuovi prestiti (-59 punti base nei dodici mesi terminanti in settembre) con una riduzione di imprese razionate e una migliore sostenibilità del debito. Dopo una prolungata flessione, il credito erogato da banche e società finanziarie mostra attualmente segni di stabilizzazione. I prestiti aumentano per le aziende in condizioni economiche e patrimoniali equilibrate, in particolare per quelle di grande dimensione; sono ancora in diminuzione per le micro-imprese, considerate più rischiose²⁵.

La netta decelerazione dei prestiti bancari osservabili nelle diverse fasi della crisi finanziaria non è riconducibile ad un'unica causa. Il deceleramento iniziato in Italia a partire dal 2007, ha coinciso, oltre che



Fonte: Banca d'Italia, Istat e Cerved Group. Figura 1.4 (a), 1.4(b) (1) Medie di dati mensili rilevati dall'Istat presso un campione di imprese manifatturiere; la percentuale di imprese a cui è negato il credito è calcolata sul totale di quelle che hanno avuto contatti con banche o società finanziarie nei 3 mesi precedenti l'indagine -(2) Dati trimestrali riferiti agli intermediari italiani contattati nella Bank Lending Survey (BLS). Indici di diffusione: valori positivi indicano un'espansione della domanda o una restrizione dell'offerta.

con le turbolenze dei mercati dei capitali, con la caduta della spesa per consumi ed investimenti e con il peggioramento del merito creditizio della clientela bancaria. Il concorso di tali eventi ci porta ad affermare che la restrizione creditizia sia stata il riflesso da un lato della contrazione della domanda da parte delle imprese, dall'altro della restrizione dell'offerta da parte delle banche (figg. 1.4(a) e 1.4(b)). Risulta poi complesso stabilire in che misura la contrazione dell'offerta da parte delle banche sia l'espressione di un fenomeno di *credit crunch*²⁶, ossia un calo dell'offerta di prestiti causata da scelte e vincoli interni alle stesse banche o dal peggioramento del rischio di insolvenza delle imprese.

²⁵ Banca d'Italia, "Rapporto sulla stabilità finanziaria 2/2015" e "Rapporto sulla stabilità finanziaria 1/2016"

²⁶ F. Panetta e F. M. Signoretti, "Domanda ed offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper), Banca d'Italia, aprile 2010

Per quanto concerne il calo della domanda del credito esso rifletterebbe soprattutto la diminuzione del fabbisogno finanziario che ha continuato ad aumentare fino all'inizio del 2009, ma ha poi mostrato un calo significativo, come conseguenza della netta contrazione degli investimenti. La minore propensione delle imprese ad investire si è risolta in una contrazione della domanda dei finanziamenti a medio-lungo termine²⁷. Assistiamo inoltre ad una drastica caduta dell'attività produttiva (si stima che circa un quinto della caduta dell'attività produttiva sia attribuibile alla minore disponibilità del credito²⁸) e al peggioramento della redditività che, deteriorando gli utili, ha causato una riduzione dei livelli di autofinanziamento ed un



Fonte: Banca d'Italia, Figura 1.5

aumento della dipendenza dai finanziamenti esterni. Ciò ha avuto conseguenze non trascurabili in termini di patrimonializzazione, traducendosi in una leva finanziaria prossima al 48%, destinata a ridursi solo a partire dal 2013, un valore che superava di poco il 39% nel 2005 (fig. 1.5). A tali condizioni, una quota significativa di imprese dichiara di non aver fatto richiesta di credito bancario, seppur necessitandone, perché consapevole della propria inadeguatezza patrimoniale²⁹. In aggiunta, osserviamo un accrescimento, a partire dall'autunno 2008, del costo opportunità del credito bancario. In questo scenario, le imprese italiane, al fine di attenuare la minore disponibilità del credito, dopo aver ridotto i depositi bancari, hanno aumentato il ricorso ai finanziamenti obbligazionari. Il fenomeno ha interessato dapprima le imprese di grandi dimensioni estendendosi gradualmente a quelle di medie e piccole dimensioni. La maggior parte di queste imprese ha beneficiato della normativa sui mini-bond che dal novembre 2012 favorisce le emissioni da parte di imprese non quotate.

Dal punto di vista dell'offerta a frenare la dinamica dei prestiti avrebbero concorso il peggioramento della qualità degli stessi. Alla crescita dell'indebitamento delle società non finanziarie registrata dal 2000 al 2008, non ha corrisposto un parallelo rafforzamento della capacità di sostenerne gli oneri a causa del peggioramento della produttività e della redditività al quale si aggiunge il sostanziale blocco di una massa ingentissima di crediti commerciali delle imprese italiane verso la Pubblica Amministrazione. Il

²⁷ Osservatorio Mini-Bond, "I Report italiano sui Mini-Bond", Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2015.

²⁸ F. Panetta e F. Maria Signoretti, "Domanda ed offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper), Banca d'Italia, aprile 2010. Op.cit.

²⁹ Banca Centrale Europea 2013.

peggioramento del merito creditizio della clientela bancaria accompagnato dall'incremento delle sofferenze ha portato le banche ad effettuare scelte di affidamento più caute. L'irrigidimento dei criteri di offerta³⁰ di credito, specialmente di quello a medio-lungo termine, sembra inoltre riflettere l'impatto che la crisi ha avuto sulla condizione patrimoniale e di liquidità delle banche, sulla loro capacità di accedere ai finanziamenti esterni³¹ e i nuovi requisiti patrimoniali richiesti dal Comitato Basilea.

Se si analizza poi la dinamica dei prestiti per dimensione di banca è interessante notare come il rallentamento del credito erogato abbia interessato in particolare gli intermediari di più grandi dimensioni, soprattutto quelli appartenenti ai cinque maggiori gruppi³². Le banche più grandi fondano le loro scelte su dati di tipo quantitativo quali i bilanci o su algoritmi standardizzati (la cosiddetta *hard information*) piuttosto che su informazioni derivanti dall'esistenza di *relationship banking*³³ (*soft information*). Ciò si risolve in uno sviluppo sfavorevole dell'erogazione del credito alle PMI, generalmente meno trasparenti agli occhi delle istituzioni finanziarie; le informazioni necessarie ad una corretta supervisione sono più costose e meno verificabili per una grande banca che per una piccola banca (si parla di *size effect*)³⁴. Ciò significa che la concentrazione del settore bancario, che si è tradotta in un aumento della dimensione media degli istituti bancari nell'ultimo ventennio, ha concorso ad alimentare il processo di razionamento del credito alle PMI.

1.4 Le alternative per risanare la struttura finanziaria delle PMI attraverso un sistema più orientato al mercato

La stretta sul credito che ha colpito in modo significativo il nostro sistema ed in particolare le imprese di minori dimensioni ci ha messo di fronte alle sue debolezze strutturali presenti ormai da troppo tempo. La tematica della capitalizzazione delle imprese ed il ricorso a strumenti finanziari alternativi non può più essere rimandata se si vogliono salvaguardare le prospettive di crescita e la stabilità finanziaria del nostro tessuto imprenditoriale. Occorre operare tanto dal lato dell'offerta attraverso un processo di disintermediazione del sistema del credito e di sviluppo di mercati e prodotti alternativi, tanto dal lato della domanda intervenendo sulla cultura d'impresa per la creazione di un modello imprenditoriale più aperto a capitali esterni. Per raggiungere tali obiettivi bisogna rafforzare il ricorso a fonti di capitale di rischio e di debito alternativi che siano accessibili ed effettivamente raggiungibili per le piccole e medie imprese italiane³⁵.

³⁰ richiesta di *spread* elevati o di garanzie aggiuntive, come quelle personali dell'imprenditore stesso, riduzione del cosiddetto *tenor* (ovvero della durata) dei finanziamenti, allungamento dei tempi di delibera dei crediti.

³¹ L'aumento del costo del funding, come condizione generale sfavorevole alla facilitazione del credito, si è generato per la crisi di fiducia diffusasi anche tra le banche, le quali hanno iniziato a non prestarsi più denaro reciprocamente.

³² Unicredit Spa, Banca Monte Paschi di Siena Spa, Intesa Sanpaolo Spa, Banco Popolare, Banca Nazionale del Lavoro Spa. F. Panetta e F. M. Signoretti, "Domanda ed offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper), Banca d'Italia. Op.cit.

³³ In generale l'esistenza di *relationship banking* si osservano principalmente nelle classi dimensionali più piccole.

³⁴ S. Costa e S. Costagli, "I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni al margine del dibattito", Società italiana di economia pubblica e territoriale-Università di Pavia, XVI Conferenza, 7-8 ottobre 2004

³⁵ R. Oriani e R. Santella, "Il finanziamento alle Piccole e Medie Imprese italiane tra credit crunch e nuovi scenari", Quaderni di ricerca sull'artigianato 3/2014. Op. cit.

Il ribilanciamento delle fonti di finanziamento richiede interventi su più fronti. È necessario per prima cosa rimuovere gli incentivi all'indebitamento come la deducibilità degli interessi passivi dal reddito d'esercizio e l'alta tassazione sui redditi aziendali. Quest'ultima in particolar modo contribuisce ad alimentare la riluttanza delle imprese ad accedere ai mercati. Infatti nel nostro paese, il mancato sviluppo del mercato dei capitali non dipende dalla mancanza di requisiti di quotazione delle società. Esso dipende in misura rilevante da motivazioni di ordine culturale. La scarsa propensione alla quotazione risente dell'esigenza di mantenere inalterato il controllo dell'impresa, a ciò si aggiungono tanto i costi legati alla quotazione quanto quelli legati alla maggiore visibilità agli occhi delle autorità di controllo, degli azionisti di minoranza e soprattutto del fisco. Negli ultimi anni tuttavia sono riaffiorati segnali d'interesse per la borsa. Il numero di IPO è tendenzialmente aumentato a partire dal 2013. In particolare nel 2015 si registrano 26 IPO, numero rimasto invariato rispetto al 2014, ma comunque superiore rispetto al 2013 (18) e ancor più rispetto al 2012 (6)³⁶. Il segmento più utilizzato è stato l'AIM, caratterizzato da costi di emissione e requisiti regolamentari inferiori rispetto al mercato principale, con un numero di matricole pari a 18. In seguito alla quotazione, le società conseguono una struttura finanziaria più salda, caratterizzata da una minore incidenza dei prestiti a breve termine. La quotazione permette anche di ridurre il costo del credito bancario grazie al miglioramento dei profili di rischio e della reputazione dell'impresa³⁷.

Dal lato del debito, i rischi legati alle caratteristiche strutturali delle PMI potrebbero essere superati attraverso la creazione di strumenti ad hoc per le loro caratteristiche. Ne sono un esempio i *mini-bond*³⁸ le cui emissioni di titoli da parte di società non quotate sono state stimolate attraverso gli incentivi fiscali previsti dal Decreto Sviluppo del giugno 2012. Come riportato dai dati dell'Osservatorio dei Mini-bond, al 31 dicembre 2015, 145 imprese avevano collocato mini-bond di cui 55 sono identificabili come PMI non finanziarie. Rispetto al 2014, nel 2015 è aumentata la proporzione delle PMI, passando dal 39,6% al 48,1%³⁹. In sostanza si è offerta alle PMI l'opportunità concreta di aprire un nuovo canale di finanziamento diretto sul mercato che permette di raggiungere un più ampio pubblico di finanziatori e risorse dedicate a progetti di sviluppo. Sono in corso diverse iniziative per creare strumenti idonei all'investimento in obbligazioni o in prestiti di imprese non quotate, per lo più mediante la formazione di *credit funds* nella forma del fondo chiuso. Questo strumento permette di convogliare con rapidità risorse verso gli emittenti e contribuire alla creazione di un mercato che in prospettiva, potrebbe diventare appetibile per i grandi investitori istituzionali. Il successo delle iniziative richiede un livello elevato di trasparenza, strutture semplici, un basso grado di leva finanziaria, una limitata trasformazione delle scadenze⁴⁰.

³⁶ Dati di Borsa italiana e Bce.

³⁷ Pagano, Panetta e Zingales, "Why Do Companies Go Public?", *Journal of Finance*, vol. LII N.1, 1998

³⁸ Tecnicamente il *mini-bond* è un'obbligazione che può essere emessa da società non quotate presso investitori qualificati. I requisiti minimi di accesso richiedono un fatturato o attiva pari o superiore a 2 mln di euro, un organico superiore a 10 unità e solidità contabile

³⁹ Osservatorio Mini-Bond, "Il Report italiano sui Mini-Bond", Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2016

⁴⁰ F. Panetta, "Un Sistema Finanziario per la Crescita", intervento nel Convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?" organizzato da The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014

Nella transizione dal modello banco-centrico ad uno in cui le PMI possano contare sul finanziamento diretto sui mercati va considerata la possibilità di combinare l'attività degli intermediari con quella dei mercati, sfruttando le possibili sinergie. Le cartolarizzazioni offrono questa possibilità. Esse consentono di separare le funzioni tipiche dell'intermediazione bancaria, come lo *screening* del debitore che continuano ad essere svolte dalla banca, dal finanziamento vero e proprio, che viene invece trasferito al mercato. I titoli derivanti da cartolarizzazione sono una replica di un portafoglio di obbligazioni, con la differenza che la selezione dei debitori viene effettuata dalla banca. La *senior tranche* di una *Asset Backed Security* è un titolo che può essere sufficientemente trasparente e liquido da essere finanziato da investitori non specializzati. Le cartolarizzazioni permettono inoltre di risparmiare i costi connessi ad una quotazione o ad un'emissione obbligazionaria e permettono ai sottoscrittori di delegare la raccolta delle informazioni alle banche⁴¹.

Tali forme di finanziamento alternative, seppur in una fase di sviluppo embrionale, potrebbero dar vita ad un processo virtuoso per le imprese, le quali, dal canto loro, sono chiamate a garantire trasparenza nei bilanci, ad accrescere l'apertura a soggetti esterni, a rafforzare la dotazione di capitale ed introdurre sistemi di controllo più efficienti. Per ottenere il sostegno degli intermediari e dei risparmiatori esterni, gli imprenditori dovranno mostrare essi stessi, per primi, fiducia nelle prospettive di crescita delle loro imprese.

1.5 Decreto Sviluppo, Piano Destinazione Italia e Decreto Competitività

Lo sviluppo nel sistema italiano di strumenti finanziari alternativi è stato favorito attraverso l'emanazione di una serie di provvedimenti legislativi, partiti nel 2012 con i Decreti 'Sviluppo' e 'Sviluppo Bis' e proseguiti nel 2013 e 2014 rispettivamente con il 'Piano Destinazione Italia' e il Decreto 'Competitività'. Le leggi sono state poi perfezionate attraverso una serie di documenti operativi e regolamenti attuativi come ad esempio le disposizioni del Ministero per lo Sviluppo Economico relative all'operatività del Fondo Centrale di Garanzia sui mini-bond, pubblicate il 23 ottobre 2014 e rese operative a novembre 2014⁴².

I Decreti 'Sviluppo'⁴³ e 'Sviluppo Bis'⁴⁴

Con i due Decreti è stata di fatto ridisegnata la disciplina relativa agli strumenti finanziari innovativi messi a disposizione delle PMI, nello specifico le cambiali finanziarie, le obbligazioni di medio-lungo termine e le obbligazioni subordinate partecipative. Non si tratta di strumenti "nuovi" in quanto già disciplinati dalla normativa nazionale al momento dell'emanazione del Decreto. Tuttavia le caratteristiche che con la normativa previgente questi strumenti avevano assunto, in particolare le limitazioni patrimoniali all'indebitamento e gli adempimenti patrimoniali richiesti, non hanno mai permesso loro di essere ampiamente utilizzati dal sistema imprenditoriale. L'obiettivo dei nuovi provvedimenti legislativi è quindi

⁴¹ Fabio Panetta, "Un Sistema Finanziario per la Crescita", intervento nel Convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?" organizzato da The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014 Op. cit.

⁴² Osservatorio Mini-Bond, "Il Report italiano sui Mini-Bond", Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2016.

⁴³ Decreto Legge 22 giugno 2012, n.83, convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012. Cfr., in particolare, artt. 1 e 32.

⁴⁴ Decreto Legge 18 ottobre 2012, n.179, convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012. Cfr., in particolare, art. 36.

quello di avvicinare la normativa italiana a quelle europee che vedono il mercato dei titoli mobiliari come alternativa di finanziamento accessibile anche alle PMI.

Per quanto riguarda le cambiali finanziarie, l'intervento ne ha modificato la durata che è passata da 3-12 mesi a 1-36 mesi; è stata inoltre ammessa la dematerializzazione tramite una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata degli strumenti finanziari e sono stati introdotti vantaggi fiscali in termini di eliminazione dell'imposta di registro per le cambiali dematerializzate e la deducibilità degli interessi. È infine stata prevista una novità in merito alla possibilità che l'emissione sia assistita da garanzie.⁴⁵

Per i mini-bond il Decreto 'Sviluppo' introduce la possibilità per le società quotate di emettere obbligazioni beneficiando del medesimo regime fiscale e legale previsto per le società quotate, modificando l'art. 2412 del Codice Civile⁴⁶. Tali vantaggi possono variare a seconda del fatto che gli strumenti obbligazionari siano quotati sui mercati regolamentari e in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) o non siano quotati. In base alle disposizioni previgenti, per gli interessi derivanti da prestiti obbligazionari, la normativa prevedeva la deducibilità degli interessi a condizione che al momento dell'emissione il tasso di rendimento non fosse superiore:

- 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);
- al tasso ufficiale moltiplicato per 5/3, per i titoli di debito non inclusi nella lista sopra citata.

Qualora il tasso di rendimento effettivo al momento dell'emissione fosse stato superiore ai limiti sopra citati, gli interessi passivi eccedenti tali limiti erano indeducibili dal reddito d'impresa. Con le modifiche apportate dal Decreto Sviluppo, sono stati apportati notevoli vantaggi:

- Per i titoli emessi da società con azioni quotate (escluse le banche e le micro-imprese) e negoziati su mercati regolamentati o MTF dei paesi UE o dei paesi aderenti allo Spazio Economico Europeo, 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)
 - ✓ tali investitori non detengono una quota superiore al 2% del capitale della società emittente

⁴⁵R. Calugi e G. Paglietti, "I mini-bond. Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano, 2013.

⁴⁶Si veda art. 32 del Decreto 'Sviluppo'.

- ✓ il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in nazioni che garantiscano un adeguato scambio di informazioni, al fine di garantire un controllo da parte dell'amministrazione finanziaria italiana.

In merito al regime fiscale degli interessi percepiti dagli investitori, il Decreto ha esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal Decreto Legislativo n. 239 del 1996 anche alle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione a alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziati nei mercati regolamentari o in sistemi multilaterali di negoziazione. In particolare l'imposta sostitutiva pari al 20% (poi elevata al 26% dal 1 luglio 2014) prevista per i soggetti cosiddetti "nettisti"⁴⁷, residenti in Italia, 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'.

Per i soggetti "lordisti", residenti in Italia, i redditi degli interessi vengono inclusi nel reddito d'impresa senza ritenute. Per i soggetti non residenti gli interessi sono esenti da imposizione purché i soggetti che percepiscono gli interessi siano residenti in Stati esteri o territori white list e forniscano i dati dell'effettivo beneficiario e autocertifichino di possedere i requisiti per l'esenzione.

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'emissione. Tutte queste spese sono ora deducibili nell'esercizio in cui sono state sostenute, secondo il principio di cassa.

Dal punto di vista civilistico e fiscale il Decreto ha esteso la possibilità di emettere obbligazioni superiori al doppio del patrimonio netto a tutte le società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, che "emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentari o in sistemi multilaterali di negoziazione"⁴⁸. Nella disciplina previgente la possibilità sopra citata era consentita solo in caso di emissioni di obbligazioni da parte di società le cui azioni fossero quotate⁴⁹, si trattava di un beneficio consentito solo alle società quotate che, generalmente, nel nostro Paese, corrispondono a imprese di grandi dimensioni.

⁴⁷ Le persone fisiche e le società, escluse quelle in nome collettivo, in accomandita semplice e quelle ad esse equiparate; gli enti non commerciali; i soggetti esenti dal reddito delle persone giuridiche.

⁴⁸ Cfr. art. 32, comma 26 del Decreto Sviluppo.

⁴⁹ Cfr. art. 2412, comma 5 del Codice Civile.

Infine il Decreto Sviluppo ha previsto un'ulteriore forma di obbligazioni "ibride", le obbligazioni subordinate partecipative che consistono in titoli di debito con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione. Esse sono state introdotte con lo scopo di finanziare le start up, i turnaround tecnologici o in logica di restructuring e rilancio aziendale.⁵⁰

Il piano "Destinazione Italia"⁵¹

Il piano Destinazione Italia porta avanti il progetto di rafforzamento delle forme di finanziamento a 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. In particolare:

- è stata estesa l'applicazione della Legge 130/1999 sulle cartolarizzazioni anche alle cambiali finanziarie, alle obbligazioni e titoli simili, esclusi i titoli partecipativi, ibridi e convertibili. Vengono semplificate alcune procedure operative e viene stabilito anche che i titoli cartolarizzati costituiscono a loro volta "attivi" per la copertura tecnica delle riserve delle imprese di assicurazione ai sensi dell'art. 38 del D. Lgs. n. 209/2005. 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.
- è prevista la possibilità per le società assicurative di considerare le obbligazioni e le cambiali finanziarie emesse da PMI come strumenti utili per la copertura delle riserve tecniche ai sensi dell'art. 38 del D. Lgs. n. 209/2005, benché non negoziate nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, e anche se prive di valutazione del merito di credit aprendo quindi un mercato potenzialmente rilevante.
- ha eliminato la ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi e proventi relativi a obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie sottoscritti da fondi d'investimento mobiliare con quote possedute solo da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali titoli.
- 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;
- l'agevolazione in merito al regime di imposizione indiretta sui finanziamenti di medio-lungo termine soggetti all'imposta sostitutiva è stata estesa anche alle modifiche o estinzioni di finanziamenti strutturati, per esempio obbligazioni, garanzie, postergazioni, con applicazione opzionale. Inoltre, il regime

⁵⁰R. Calugi e G. Paglietti, "I mini-bond. Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano, 2013. Op. cit.

⁵¹Decreto Legge 13 dicembre 2013, n. 145, convertito in Legge il 21 febbraio 2014. Cfr., in particolare art.12

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.

Il Decreto 'Crescita e Competitività'⁵²

Il Decreto 'Crescita e Competitività' è un pacchetto che ha il compito di migliorare la competitività delle imprese italiane apportando nello specifico ulteriori novità sul tema dei mini-bond. Esso prevede che:

- le compagnie assicurative e le società di cartolarizzazione possano concedere credito diretto alle imprese, possibilità introdotta anche per i fondi di investimento;
- venga 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:

- l'eliminazione della ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi e i proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali come ExtraMot Pro, purché collocate a investitori istituzionali;
- viene estesa l'imposta sostitutiva anche alle cessioni di crediti garantiti;
- i sottoscrittori non devono più pagare imposte gravose per trasferire le garanzie accessorie, ad esempio sui crediti ipotecari;
- viene estesa l'esenzione da ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e titoli simili corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio e società per la cartolarizzazione che li sottoscrivono; gli organismi di investimento collettivo devono essere istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione europea e il relativo patrimonio deve essere investito in misura superiore al 50% in tali titoli e le quote devono essere detenute solo da investitori qualificati. Allo stesso modo, la ritenuta non si applica agli interessi e altri proventi corrisposti a società per la cartolarizzazione di crediti, emittenti titoli detenuti da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito per oltre il 50% in tali obbligazioni.

⁵² Decreto Legge 24 giugno 2014, n.91, convertito in Legge il 10 agosto 2014.

Capitolo 2: Il Mini-bond: l'alternativa al finanziamento bancario per le PMI

2.1 Cosa sono i Mini-bond

I mini-bond sono titoli di debito emessi da società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici, ad eccezione di banche e microimprese⁵³, e sottoscritti da investitori professionali e qualificati come veicolo per raccogliere nuove risorse realizzando una diversificazione delle fonti di finanziamento rispetto alle modalità tipiche. Il termine “Mini” viene appositamente utilizzato davanti alla parola bond per distinguerli dai normali “Corporate Bond”; infatti, sono titoli obbligazionari che, secondo quanto previsto dai Decreti Italia, possono essere emessi da piccole e medie imprese (con esclusione delle banche e delle microimprese) senza ricorrere necessariamente all'intermediazione bancaria o finanziaria e che richiedono prospetti informativi più snelli rispetto a quelli tradizionali⁵⁴. Si tratta di un valido canale di *funding* non necessariamente alternativo, ma complementare al sistema bancario che consente di attenuare i rischi connessi alla forte dipendenza dalle banche e di garantire maggior equilibrio alla struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa emittente. Come tutte le obbligazioni corrispondono cedole, semestrali o annuali, ed hanno una scadenza. Le cedole vengono generalmente fissate all'inizio del prestito, ma in alcuni casi possono essere legate ad un *benchmark* variabile nel tempo. La scadenza può essere variabile, in particolare, il 2015 ha visto una netta concentrazione attorno al valore di 5 anni⁵⁵. Il rimborso del titolo, nella maggioranza dei casi (il 58,8%, secondo quanto fornito dall'Osservatorio dei Mini Bond), avviene alla scadenza nella forma *bullet*, nelle emissioni sotto €50 milioni è invece relativamente più frequente la modalità *amortizing* con rimborso graduale fino alla scadenza.

La nascita e la diffusione di questi strumenti di finanziamento alternativi sono avvenute per effetto di alcune recenti innovazioni normative introdotte dal Decreto ‘Sviluppo’ in avanti, in un momento particolarmente critico per il sistema bancario italiano e per le opportunità di finanziamento delle PMI. Tali interventi legislativi⁵⁶ hanno di fatto eliminato alcuni svantaggi, di natura civilistica e fiscale, che l'emissione di prestiti obbligazionari da parte di società non quotate presentava sia rispetto ai tradizionali finanziamenti bancari che al trattamento riservato agli emittenti più grandi, incentivando l'uso di strumenti alternativi di approvvigionamento del credito.

- Sotto l'aspetto di natura civilistica è stato modificato il precedente impianto dell'art. 2412 del Codice Civile eliminando il limite normativo che impediva alle società non quotate di emettere obbligazioni per valori superiori al doppio del loro patrimonio netto.

⁵³ Definite seguendo la raccomandazione 2003/361/CE.

⁵⁴ G. Ferraris, “Mini-bond, le 10 cose da sapere”, Panorama, 20 marzo 2014

⁵⁵ Osservatorio Mini-Bond, “Il Report italiano sui Mini-Bond”, Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2016

⁵⁶ Si vedano Decreto Sviluppo, Decreto Sviluppo-Bis, Decreto Destinazione Italia, Decreto Competitività

- Dal punto di vista fiscale sono stati previsti pregnanti incentivi, tali da allineare il trattamento fiscale di emittenti quotati e non quotati, in tema di: deducibilità degli interessi passivi da parte dell'emittente⁵⁷; tassazione dei proventi degli obbligazionisti⁵⁸; deducibilità dei costi di emissione dello strumento⁵⁹. In più, per facilitare l'emissione e il collocamento dei mini-bond, è stata introdotta la possibilità di assoggettare ad imposta sostitutiva le garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualunque momento prestate in relazione alle emissioni di obbligazioni e titoli similari⁶⁰ (se ne parlerà più approfonditamente in seguito).

Le disposizioni normative sopra richiamate, hanno avuto l'enorme pregio di allineare i benefici e le possibilità di approvvigionamento di fonti alternative di finanziamento rispetto al debito bancario a parità di condizioni e convenienza (anche fiscale) con lo stesso⁶¹. Ciò viene confermato dai dati forniti nel II Report italiano sui Mini-Bond i quali sembrerebbero mostrare un crescente interesse da parte delle PMI verso questi strumenti alternativi di finanziamento. Su 179 emissioni, 95 sono state condotte da PMI, il 53%, contro le 84 effettuate dalle grandi imprese, pari al 47%. Solo nel 2015 la frazione di emissioni condotte da PMI è stata pari al 61% contro il 39% relativo al 2014 (seppur in crescita, è bene ricordare che il contributo che i mini-bond apportano in termini di risorse finanziarie per le PMI è comunque ancora da potenziare).

Tra le motivazioni che spingono un'impresa a far ricorso a tale forma di finanziamento figurano:

1. il finanziamento della crescita interna, ovvero la raccolta di risorse per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo (motivazione che contraddistingue più frequentemente le PMI);
2. il finanziamento della crescita esterna, per il sostegno di eventuali acquisizioni;
3. la ristrutturazione del passivo dell'impresa, ovvero la rimodulazione del mix di finanziamento da terzi;
4. il finanziamento del ciclo di cassa 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).

2.2 Il profilo dell'emittente tipo

Prima di delineare il profilo di un'emittente tipo è necessario ricordare innanzitutto che il mini-bond non è uno strumento di supporto alle aziende in crisi; esso è piuttosto un'opportunità di finanziamento sul mercato dei capitali per le aziende sane, con buone performance negli esercizi e con precisi programmi di crescita per gli anni a venire, che per motivi diversi decidono di fare a meno o di integrare il finanziamento bancario.

Definire quali possano essere le aziende ideali per un investitore è difficile poiché ogni investitore potenziale

⁵⁷ Si veda l'art. 32 del D.L. 22 giugno 2012, n.83 (Decreto Sviluppo) quale modificato dall'art. 36 D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (Decreto Sviluppo-Bis)

⁵⁸ Si vedano gli artt. 1 e 2 del D.L. 1 aprile 1996, n.239 e l'art. 21 del D.L. 22 giugno 2012, n.83 (Decreto Sviluppo)

⁵⁹ Si veda l'art. 32 del D.L. 23 dicembre 2013, n. 145 (Decreto Destinazione Italia)

⁶⁰ Si veda l'art. 12 del D.L. 23 dicembre 2013, n.145 (Decreto Destinazione Italia)

⁶¹ A. Santoro, "Il mini-bond «incentivante»: il caso Bomi", Amministrazione & Finanza n.1/2015

ha un proprio target di riferimento non solo basato strettamente su aspetti finanziari, ma anche su variabili legate al settore, al prodotto, al mercato.

In linea generale possiamo affermare che un'impresa che intenda concludere con successo un progetto di emissione di mini-bond, ovvero che intenda risultare appetibile agli occhi di investitori potenziali, deve rispondere ad alcuni requisiti di natura oggettiva, qualitativa e quantitativa.

Tra i **requisiti oggettivi** figurano:

- forma giuridica di società di capitali o cooperativa o mutue assicuratrici, anche non quotate, e non classificabili come microimprese⁶² o banche;
- ultimo bilancio sottoposto a revisione contabile;
- situazione di Good Standing ovvero assenza di procedure concorsuali in atto o in procinto di essere dichiarate;
- non rientranti nella categoria di start-up o interessate da *turnaround*.

I **requisiti qualitativi** riguardano:

- valutazione preliminare di rating (interno) superiore a “B”;
- aziende vocate all'internazionalizzazione;
- valido posizionamento di mercato;
- capacità ed esperienza del management;
- efficiente controllo di gestione;
- potenzialità di crescita sia per linee interne che per linee esterne;
- trasparenza nella comunicazione;
- trasparenza nella gestione operativa;
- visione di medio-lungo termine;
- esistenza di precisi progetti di sviluppo da finanziare tramite l'emissione.

I **requisiti quantitativi** includono:

- fatturato in crescita;

⁶² Sono definite microimprese le società con meno di 10 dipendenti e con fatturato annuo od un totale attivo patrimoniale non superiore a 2 milioni di euro (raccomandazione 2003/361/CE)

- EBITDA positivo negli ultimi due-tre anni;
- buona percentuale dell'EBITDA%;
- buoni indici di economicità, di sviluppo ed equilibrio finanziario, quali: il tasso di crescita dei ricavi, l'andamento pluriennale dell'EBITDA, l'Interest coverage ratio (>1,5), il Debt Service Cover Ratio (> 1,2), i rapporti PFN/Equity (< 3) e PFN/Ebitda (<=4), l'indice della leva finanziaria (<4)⁶³.

2.3 Il processo di emissione

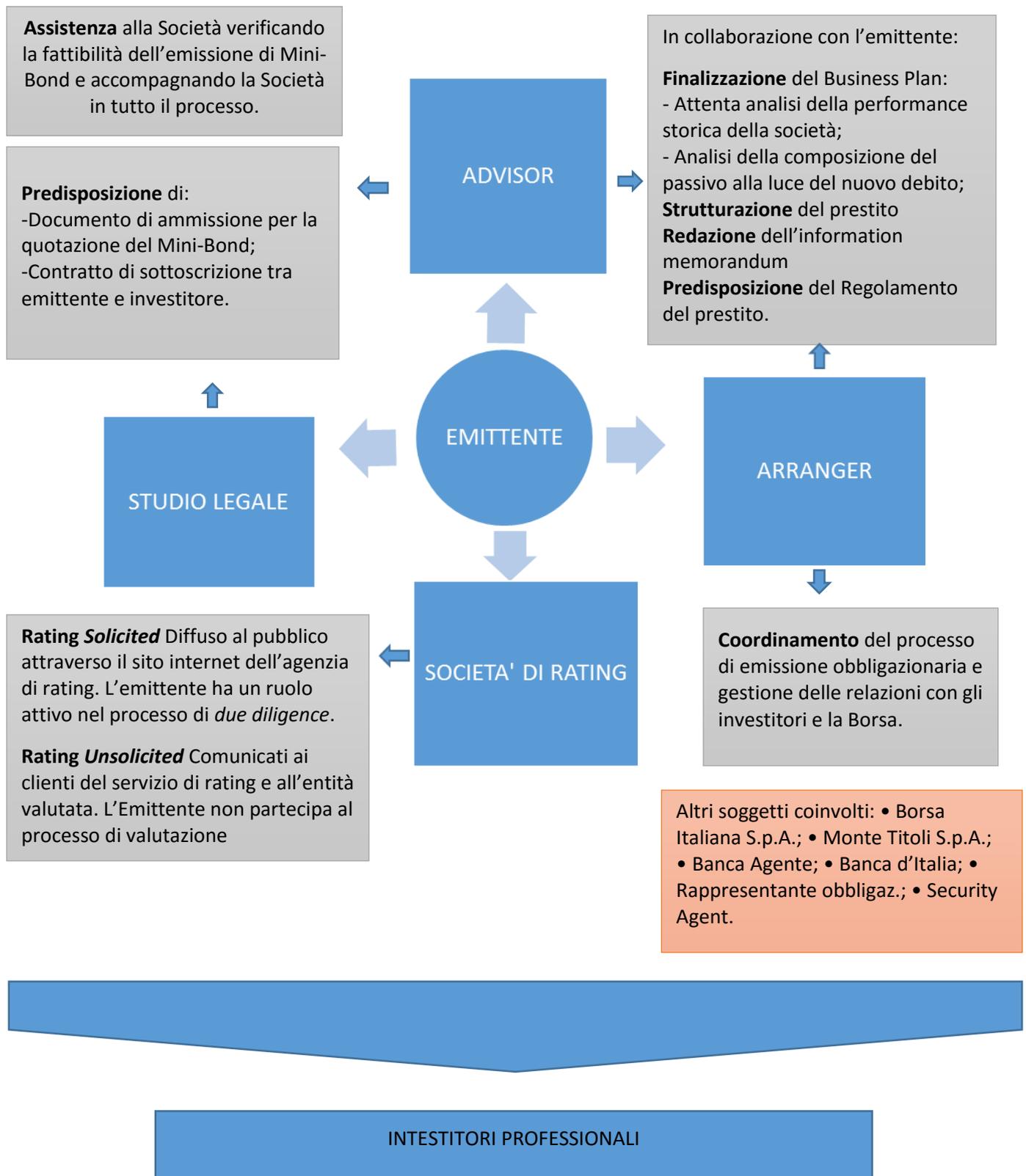
Il processo di emissione dei mini-bond è un percorso articolato che prevede diverse fasi ognuna delle quali sviluppa attività propedeutiche e di analisi ai fini di una corretta strutturazione dell'emissione. Ciascuna fase viene affidata a diverse figure chiave esterne altamente specializzate e dotate di elevata esperienza nell'ambito delle emissioni obbligazionarie. Molto spesso, infatti, le PMI non dispongono delle competenze specifiche per strutturare operazioni di finanza straordinaria, come la costruzione di mini-bond, e il collocamento di titoli sul mercato, dove si devono affrontare passaggi tecnici e operativi molto complessi e sono richieste competenze specialistiche. Da qui l'utilità di rivolgersi a professionisti esterni specializzati. Le fasi del processo di emissione ed i soggetti coinvolti sono illustrati sinteticamente nelle tabelle seguenti. Una trattazione più esauriente delle attività, nei loro contenuti tecnici e operativi e delle figure chiave relative a ciascuna fase verrà effettuata nei paragrafi successivi.

	<i>FASE 1</i>	<i>FASE 2</i>	<i>FASE 3</i>	<i>FASE 4</i>	<i>FASE 5</i>
<i>Attività</i>	Analisi della fattibilità e attività preparatoria per la predisposizione del prestito obbligazionario	Analisi tecnico-finanziaria di supporto, strutturazione del prestito e assegnazione rating	Adempimenti legali e amministrativi	Ricerca, promozione e individuazione degli investitori	Closing dell'operazione con richiesta quotazione e collocamento titoli
<i>Figure chiave</i>	Advisor coadiuvato dal vertice aziendale	Arranger, Advisor, Agenzia di rating coadiuvati da vertice aziendale	Studio legale coadiuvato da Advisor, Arranger e vertice aziendale	Arranger e Advisor coadiuvati da vertice aziendale	Studio legale coadiuvato da Advisor, Arranger
<i>Tempi</i>	30-60 giorni lavorativi	30-35 giorni lavorativi	20-30 giorni lavorativi	50-60 giorni lavorativi	50 giorni lavorativi

Fonte: Elaborazione personale

⁶³ I dati sono stati presi da: "Il mercato dei Minibond in Italia", a cura della Divisione Corporate Finance della Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A., Torino, www.bancaintermobiliare.com, settembre 2014

I soggetti coinvolti



Fonte: Analisi Dati Borsa S.p.a., "Mini-Bond, Nuova finanza alle imprese", www.adb.it.

La tempistica relativa all'intero processo di emissione di mini-bond, così come illustrata nella prima tabella, è soggetta a variazioni derivanti da una serie di componenti. Innanzitutto dai tempi della stessa azienda emittente e dalla sua organizzazione interna, dalla disponibilità delle informazioni necessarie per effettuare la valutazione, dall'interesse da parte dei potenziali investitori e dai tempi di negoziazione dei termini di collocamento. In termini generali è possibile tuttavia indicare in 3-4 mesi il tempo mediamente necessario per completare il processo di emissione dei mini-bond⁶⁴.

2.4 Fase 1: La valutazione della fattibilità dell'emissione

2.4.1 Il ruolo dell'Advisor

Il primo soggetto con cui si interfaccia l'impresa che intende effettuare l'emissione dei mini-bond è l'*Advisor*; si tratta generalmente di società specializzate, o di banche, che possiedono una divisione specializzata in ricerca di risorse mediante strumenti di finanza innovativa, le quali, oltre a svolgere il ruolo di valutatore preliminare dell'emittente, si occupano di affiancare la società emittente nei diversi passaggi che porteranno l'azienda verso l'emissione organizzando l'operazione, supervisionando l'attività di redazione dei documenti necessari e garantendo al contempo il coordinamento con altri soggetti coinvolti nell'operazione. In sintesi i compiti dell'*Advisor* si dividono in:

- valutazione preliminare della fattibilità dell'emissione e comparazione tra le possibili fonti di finanziamento;
- assistenza nella predisposizione del Business Plan;
- contributo alla redazione dell'*Information Memorandum* (il documento che evidenzia caratteristiche della società quali il mercato di riferimento, la struttura operativa, i dati storici, il piano di sviluppo ecc.);
- individuazione della tipologia di obbligazione più adatta al modello di business dell'azienda;
- collaborazione con l'*Arranger* per esaminare le condizioni dell'azienda, presenti e future, in merito ai dati finanziari e sul merito creditizio;
- progettazione di un adeguato sistema di controllo interno per raccogliere, elaborare e trasmettere informazioni per un eventuale percorso di *due diligence* ed emissione di *rating*;
- collaborazione con l'*Arranger* per la strutturazione dell'obbligazione;
- collaborazione alla ricerca ed al contatto di potenziali investitori;
- monitoraggio della fase di dematerializzazione dei titoli e richiesta del codice ISIN;

⁶⁴ R.Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, Istruzioni per l'uso", Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2013

- collaborazione con lo Studio Legale alla redazione del prospetto informativo o del documento di ammissione e della domanda di ammissione;
- assistenza nelle fasi successive all'emissione attraverso analisi periodiche del rispetto dei *covenants* ed indicazione di eventuali criticità legate all'andamento economico-finanziario delle società.

2.4.2. Analisi della fattibilità e redazione del Business Plan

Nella fase propedeutica l'*Advisor*, supportato dal vertice aziendale, ha l'obiettivo di verificare se l'impresa che vuole reperire capitali di debito soddisfi i requisiti oggettivi, qualitativi e quantitativi per poter accedere all'emissione. Si tratta in pratica di verificare se il profilo della società sia in linea o meno con quello di un'emittente tipo (come descritto nel paragrafo 2.2). Per prima cosa bisogna verificare l'esistenza dei requisiti minimi previsti dalla normativa. Essi riguardano: il rispetto dei parametri dimensionali in termini di fatturato e di numero di dipendenti (organico superiore a 10 unità, fatturato o totale attivo \geq € 2 mln), congruità della forma giuridica (società di capitali o cooperative o mutue assicuratrici ad esclusione di micro-imprese, banche e start-up) e disponibilità dell'ultimo bilancio revisionato da un revisore esterno alla società. Una volta effettuata la fase di *pre-screening*, occorre individuare i punti di forza e di debolezza dell'azienda. Questo step prevede che l'*Advisor* conduca un'analisi volta ad approfondire le caratteristiche del potenziale emittente sia in termini quantitativi, esaminando il tipo di business, la situazione finanziaria attuale e prospettica, i principali indicatori di bilancio, i principali *ratios* di credito; sia in termini qualitativi, analizzando l'esperienza del management nella gestione di eventi straordinari, l'efficacia del controllo di gestione, l'orientamento gestionale e l'esistenza di un piano industriale collegato ad un'eventuale strategia di sviluppo. A questo punto, compito dell'*Advisor* sarà quello di revisionare o, se non presente, redigere un Business Plan.

Il Business Plan è un documento di fondamentale importanza nel processo di emissione dei mini-bond, poiché esso sintetizza i contenuti e le caratteristiche del progetto industriale (*business idea*) che s'intende sostenere con l'emissione mettendone in luce i punti di forza e quelli di debolezza. È un documento tecnico di partenza volto a giustificare il ricorso al finanziamento esterno e a dimostrare la reale fattibilità del progetto di sviluppo che l'impresa intende intraprendere. Specificare le modalità in cui le risorse reperite nell'ambito del processo (*use of proceeds*) verranno utilizzate è molto importante ed in linea con la ratio secondo la quale i mini-bond sono stati progettati: sostenere progetti di sviluppo dell'impresa emittente.

Oltre a contenere l'analisi descrittiva⁶⁵ del progetto, un Business Plan, per esser completo, deve illustrare anche le previsioni economico-finanziarie relative al progetto imprenditoriale. In questa sezione si va a verificare quanto la *business idea* sia conveniente, sia cioè sufficientemente remunerativa rispetto alle altre

⁶⁵ Oltre alla presentazione dell'impresa o del progetto e alla trasmissione della visione imprenditoriale sottostante, si compone di quelle analisi e studi necessari per una corretta comprensione del mercato, della concorrenza, del prodotto/servizio offerto e del piano strategico e operativo.

forme di investimento, e se la nuova attività economica abbia solvibilità patrimoniale, solvibilità finanziaria e redditività economica compatibile con le attese di rendimento dei potenziali investitori. Attraverso tale valutazione l'imprenditore definisce i capitali necessari per avviare l'investimento, individua le fonti di finanziamento (fonti di copertura), valuta i profitti dei primi anni di vita (conto economico previsionale), valuta la situazione patrimoniale dell'impresa nei suoi primi anni di vita (stato patrimoniale preventivo). Questa parte del Business Plan è la più importante per valutare la sostenibilità finanziaria dell'operazione e verificare inoltre l'effettiva capacità del progetto di generare flussi di cassa positivi in grado di ripagare i finanziamenti e generare reddito. Una volta stilato o revisionato il Business Plan fondamentale è assicurare che le *assumptions* alla base dello stesso siano credibili e che vi sia coerenza tra piano industriale e necessità di cassa.

La costruzione di un valido Business Plan è inoltre elemento necessario per la realizzazione dell'Information Memorandum⁶⁶ da trasmettere ai potenziali investitori ai fini della valutazione dell'appetibilità dell'emissione e per facilitare l'interazione con la società di rating⁶⁷. L'Information Memorandum è un documento finalizzato all'attività di marketing e collocamento pertanto è necessario che sia efficace e ben dettagliato, stilato da professionisti di riconosciuta esperienza e credibilità in grado di interloquire con i potenziali investitori. Per soddisfare ulteriormente la richiesta di informazioni da parte di investitori e società di rating, l'*Advisor* supporterà inoltre l'impresa nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni, implementando un adeguato sistema di controllo interno.

2.5 Fase 2: Analisi tecnico-finanziaria di supporto, strutturazione del prestito e assegnazione rating

Nella fase successiva a quella della valutazione della fattibilità del prestito, verrà condotta un'analisi finanziaria dell'impresa, attuale e prospettica, in modo tale da reperire tutte le informazioni utili a verificare l'effettiva capacità di solvibilità dell'azienda in relazione al Business Plan presentato. Partecipano a questa fase di verifica e di forte costruzione del profilo finanziario dell'impresa, l'*Arranger*, l'*Advisor* e l'Agenzia di rating coadiuvati dal vertice aziendale.

2.5.1 Il ruolo dell'Arranger e l'analisi tecnico-finanziaria di supporto

Nel processo che condurrà all'emissione dei mini-bond la banca *Arranger* assume il ruolo di vero e proprio coordinatore finanziario del processo di emissione che si interfaccia con i vari soggetti coinvolti tanto nella strutturazione dell'operazione quanto nel collocamento dei titoli. Come si può facilmente intuire, l'*Arranger* svolge le sue mansioni nello stadio di strutturazione del prestito e del suo collocamento.

⁶⁶ Per consentire una corretta valutazione, l'Information Memorandum deve evidenziare le caratteristiche della società quali: il mercato di riferimento, la struttura operativa, i dati storici, il piano di sviluppo.

⁶⁷ Roberto Calugi, Gianmarco Paglietti, "I mini-bond, Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Milano, 2013 Op.cit.

In particolare, in questa seconda fase del processo di emissione, l'*Arranger* incomincerà a realizzare un'analisi tecnico-finanziaria di dettaglio della società il cui obiettivo è quello di valutare la capacità di solvibilità dell'azienda e, sulla base dei dati reperiti, indirizzarla sulle posizioni ottimali da costruire per ottenere il finanziamento sul mercato. Nella valutazione complessiva dell'emittente e del suo piano industriale, l'*Arranger* può affiancare o confrontarsi con l'*Advisor* in quale, tra le cose, concorderà con l'impresa tempi, modi e costi dell'analisi. L'indagine contemplerà la valutazione del merito creditizio dell'impresa (in questo frangente l'*Arranger* dovrà ovviamente interfacciarsi con un'Agenzia di rating), l'analisi dell'andamento del settore e del benchmark di mercato, la verifica della sostenibilità attuale e prospettica del debito, la valutazione della situazione finanziaria corrente dell'emittente, dei rapporti con le banche e dell'andamento delle linee di credito. A tal fine, verranno verificati i principali indici di credito quali:

- Posizione finanziaria netta/ Patrimonio Netto;
- Posizione finanziaria netta/ EBITDA;
- EBIT/Oneri finanziari;
- Cash Flow disponibile/ Servizio del debito.

Inoltre, trattandosi spesso di operazioni di importo rilevante, risulta fondamentale l'attenta analisi dell'andamento prospettico dell'azienda e del Business Plan presentato. In particolare è importante verificare che le *assumptions* alla base del piano siano credibili come la marginalità, i tassi di crescita medi ecc. e che vi sia coerenza tra il piano industriale e le necessità di cassa.

L'analisi tecnico-finanziaria può tradursi in una vera e propria *financial due diligence*⁶⁸ i cui risultati potranno esser trasmessi all'Agenzia di rating incaricata di emettere il giudizio sul rischio di credito dell'azienda. La *due diligence* è uno dei processi più delicati di un'operazione di emissione e in quanto tale richiede un efficiente lavoro di squadra tra *Advisor*, *Arranger* e soggetti che si occupano della preparazione dei documenti e della struttura aziendale. I materiali necessari per la valutazione dell'emittente e per la

⁶⁸ È possibile distinguere varie tipologie di due diligence:

• **business due diligence:** analizza i prodotti/servizi, i clienti, i fornitori, la distribuzione e il management, fornendo una chiara visione del business e valutando la coerenza rispetto al business plan redatto dell'emittente.

• **financial due diligence:** analizza la qualità dell'informazione finanziaria, la performance corrente e storica, lo stato patrimoniale, gli aspetti finanziari del business plan al fine di verificare la correttezza del profilo economico/finanziario dell'emittente.

• **fiscal due diligence:** analizza la posizione dell'emittente in termini di perdite e crediti fiscali, eventuali contenziosi, gli anni aperti fiscalmente e la fiscalità differita nonché la presenza di ulteriori fattori di rischio. L'obiettivo è quello di valutare la situazione fiscale dell'emittente e la presenza di rischi potenziali.

• **legal due diligence:** ha l'obiettivo di evidenziare la presenza di rischi potenziali di natura legale dell'emittente che possono avere un impatto sul valore dell'azienda e/o di eventuali garanzie da fornire in sede di emissione dei mini-bond e di sottoscrizione con gli investitori.

Nell'ambito del processo di emissione di mini-bond, gli elementi oggetto di approfondimento specifico nell'ambito della due diligence possono variare sia a seconda del tipo e della dimensione dell'azienda emittente, sia in funzione della tipologia di investitori presso cui si collocheranno i titoli.

presentazione del piano di emissione ai diversi soggetti coinvolti, come Agenzie di *rating* e investitori, con i quali è necessario intrattenere rapporti operativi, possono essere redatti materialmente da *Arranger* ed *Advisor*. L'imprenditore e la struttura aziendale dovranno comunque garantire il loro supporto fornendo i materiali e le informazioni utili per la redazione dei documenti e partecipando agli incontri con gli altri soggetti coinvolti nelle diverse fasi dell'iter che condurrà all'emissione. I dati raccolti e rielaborati durante tale processo sono fondamentali per consentire all'emittente di deliberare in piena consapevolezza e di prepararsi agli incontri con gli investitori necessari per assicurare pieno successo al collocamento, strutturare un'emissione in linea con gli obiettivi dell'emittente, eseguire correttamente le fasi successive, redigere il prospetto informativo, predisporre la documentazione di marketing per gli investitori professionali⁶⁹.

2.5.2 La strutturazione del prestito

Una volta verificata la sostenibilità dell'operazione, *Arranger* o *Advisor* incontrano preliminarmente i potenziali investitori (*pre-marketing*) con i quali discutono il tasso d'interesse che l'azienda dovrebbe corrispondere loro a fronte del rischio assunto, la periodicità della cedola nonché i tempi e le modalità di rimborso del prestito obbligazionario. La strutturazione del debito da parte dell'*Arranger* non è, infatti, la sola risultante dell'analisi dei dati interni e/o delle esigenze dell'impresa, ma anche frutto del contatto preliminare con i potenziali investitori che permette di valutare l'interesse del mercato verso l'emissione. Così, a partire dai dati raccolti e sulla base delle indicazioni e delle manifestazioni d'interesse degli investitori potenziali, si procede alla strutturazione del prestito obbligazionario con la definizione dell'ammontare, della scadenza, del tasso e della cedola, del piano d'ammortamento nonché dei possibili *covenants* e garanzie da proporre agli investitori.

L'**ammontare** dell'emissione dei mini-bond si definisce sulla base delle esigenze finanziarie dell'impresa, descritte nel piano industriale, della sua struttura finanziaria attuale e prospettica, emersa dalle analisi di *due diligence* e riassunte eventualmente in un *rating*. La determinazione dell'ammontare avviene attraverso un lavoro di squadra che vede protagonisti la banca *Arranger*, l'*Advisor*, l'imprenditore e gli eventuali consulenti. Per prima cosa bisogna confrontare le esigenze dell'impresa con la situazione del mercato obbligazionario, con l'appel che l'azienda può esercitare sugli investitori e con le sue effettive capacità di sostenere il pagamento degli interessi periodici e di restituire capitale alla scadenza. Successivamente si potrà decidere se realizzare un'unica emissione o strutturare l'emissione in più *tranches*, sulla base dell'articolazione del piano industriale e in funzione del numero e della tipologia di investitori potenziali.

La determinazione della **scadenza** richiede un processo molto simile a quello per la definizione dell'ammontare. Anche qui la decisione è frutto di un lavoro di squadra effettuato sulla base delle esigenze finanziarie dell'impresa, dei flussi attesi di entrate che dovrebbero essere generati dal piano di investimenti,

⁶⁹ TAGG Advisroy srl, "Minibond, Le fasi operative: fase 2~Due diligence e revisione", pubblicazione online su www.taggadvisory.it

della capacità di onorare i debiti nel tempo. Naturalmente bisogna tener conto delle indicazioni del mercato e dell'interesse per l'operazione che l'*Arranger* di concerto con l'*Advisor* avranno preliminarmente verificato presso gli investitori potenziali.

Il **tasso d'interesse** viene deciso alla fine di un processo di negoziazione tra investitore, *Arranger* e emittente, assistito dall'*Advisor*. Esso dipende da vari elementi che possono essere sintetizzati nel modo seguente:

- rischio di emittente;
- premio per l'illiquidità dei titoli;
- spread sulle obbligazioni corporate a parità di rating;
- spread rispetto ai titoli di Stato di lungo periodo;
- tipologia di titolo emesso;
- presenza di eventuali garanzie e/o *covenants*;
- durata e tipo di cedola;
- ammontare dell'emissione.

Il tasso è giustificato dalla remunerazione del premio di illiquidità del mini-bond (essendo il mercato dei mini-bond ancora ristretto, spesso l'investitore è obbligato a tenere in portafoglio il titolo per un lungo periodo senza poterlo convertire in liquidità all'occorrenza), e dal rischio di default dell'azienda.

Contestualmente alla definizione di ammontare, scadenza e tasso cedolare spetta all'*Arranger* supportare l'emittente nella strutturazione del **piano di ammortamento** consono alla generazione di cassa e agli investimenti programmati, nell'impostazione del prestito obbligazionario nella forma *bullet* o *amortizing*, nella previsione degli extra rendimenti al termine del periodo di ammortamento tramite esercizio di warrant e/o call sul capitale. Contestualmente vengono anche definiti eventuali *covenants* e/o opportune garanzie.

L' *Arranger* collabora poi nella stesura del **Regolamento del prestito** obbligazionario. Esso comporta innanzitutto una revisione sulla base di quella che è la prassi di mercato richiesta dagli investitori; successivamente vengono definiti: il taglio minimo dell'obbligazione, il grado di seniority del bond, le eventuali opzioni Call/Put e la finestra di Collocamento.

Come notificato a inizio paragrafo, l'*Arranger* svolge un ruolo di primaria importanza anche nella fase di collocamento dove è importante gestire strategicamente l'attività di marketing con gli investitori. L'attività in questione viene generalmente condotta dalla banca mediante la presentazione dell'operazione con un *short teaser*⁷⁰ e a seguire con l'invio dell'Information Memorandum, la presentazione trasparente della *due*

⁷⁰ Pubblicità preliminare

diligence effettuata, la promozione di incontri one-to-one e road-show mirati presso gli investitori e l'attestazione continua della reputazione e della credibilità della società emittente.

Focus su garanzie e covenants

Le garanzie Nel processo di strutturazione del prestito obbligazionario, l'*Arranger* potrebbe trovar conveniente ricorrere a "garanzie" per mitigare il costo del capitale per l'impresa emittente. L'impresa, infatti, prestando una garanzia rispetto ad un'eventuale insolvenza, fa in modo che gli investitori siano maggiormente tutelati dando loro la possibilità di rivalersi su di essa, a tutela del capitale, in caso di insolvenza riducendo in tal senso il rischio al quale sono esposti; il mini-bond assistito da garanzie si dice 'secured'. Il sistema delle garanzie in vigore, pubblico e privato, si può articolare facendo riferimento alle garanzie reali (ipoteche, pegni) e personali, alla SACE, al Fondo Centrale di Garanzia e al Confidi.

In merito alla prima forma di garanzia, reale o personale, l'evidenza empirica suggerisce che la tendenza ad emettere obbligazioni secured di questo genere è piuttosto rara; nei pochi casi in cui gli investitori sono tutelati le garanzie sono generalmente rappresentate da ipoteche su beni, pegni sui titoli obbligazionari dell'emittente o fideiussioni fornite da soggetti terzi.

Per le PMI emittenti, è possibile anche ricorrere alle garanzie pubbliche concesse da SACE S.p.a., il gruppo assicurativo-finanziario controllato al 100% da Cassa Depositi e Prestiti. Si tratta di un'istituzione finanziaria che opera nel contesto di operazioni di riassicurazione che può rilasciare garanzie ai fondi con il limite del 70% del valore dell'emissione sottoscritto, per aziende che abbiano programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10%. La SACE valuta ogni singola azienda e sulla base del giudizio derivante dalla valutazione decide se rilasciare la garanzia. Il costo della garanzia è variabile tra lo 0.5% e il 2% del valore garantito a seconda dello standing creditizio e dello stato di solvibilità dell'impresa emittente.

Per quanto attiene al Fondo Centrale di garanzia, grazie al Decreto 'Destinazione Italia', nell'ambito delle misure per lo sviluppo delle imprese, è stata estesa a partire dal 7 novembre 2014, l'operatività del Fondo alle obbligazioni emesse dalle PMI. L'intento del Legislatore è stato sicuramente quello di estendere il raggio d'azione del Fondo Centrale di garanzia, ma principalmente l'obiettivo è stato quello di incentivare il ricorso all'emissione di obbligazioni da parte di imprese di piccole e medie dimensioni. Il Decreto ha previsto, infatti, la possibilità che la garanzia del Fondo Centrale sia concessa anche in favore delle SGR che, in nome e per conto di fondi comuni d'investimento da essi gestiti, sottoscrivano obbligazioni o titoli similari emessi da PMI. La garanzia del Fondo interviene sia con riferimento alle singole operazioni di sottoscrizione di mini-bond, sia per portafogli di mini-bond e può essere richiesta da banche, intermediari finanziari e gestori. Le risorse a disposizione per gli accantonamenti a copertura delle emissioni possono arrivare ad un massimo di €50 milioni. Per le singole operazioni di sottoscrizione di mini-bond l'importo massimo garantibile è pari a €1,5 milioni e la copertura può arrivare fino al 50% del valore nominale del mini-bond, nel caso di *amortizing* mini-bond, fino al 30% in caso di *bullet* mini-bond. Nel caso di portafogli di mini-bond, la garanzia del Fondo Centrale viene concessa a condizione che le singole operazioni non superino il 3% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio. La garanzia potrà arrivare fino all'80% della tranche junior del portafoglio a

condizione che non ecceda l'importo che corrisponde all'8% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio⁷¹.

Infine, dal lato delle garanzie private, le PMI possono fare appello all'intervento di copertura del Consorzio di garanzia collettiva dei Fidi (CONFIDI) di cui sono consorziate. Infatti, in caso di sottoscrizione del prestito obbligazionario da parte di una banca (o pool di banche), il CONFIDI può prestare garanzia per tutta o parte dell'emissione, anche con la possibilità di poter beneficiare della co-garanzia del Fondo di Garanzia per le PMI. È da ricordare però che l'operatività del CONFIDI trova una limitazione nelle emissioni di mini-bond non sottoscritte da banche (o fondazioni di banche) o da altri soggetti operanti nel settore finanziario⁷².

Alla luce di quanto sopra detto, possiamo ribadire che le garanzie, rendendo le operazioni di emissione di strumenti finanziari dalle PMI più sicure e più appetibili agli occhi del mercato, incidono positivamente sulla rischiosità dell'operazione, sul tasso pagato ai sottoscrittori dell'emissione e sulla sicurezza del rimborso del credito a scadenza.

I covenants Una delle problematiche che gli investitori in mini-bond devono affrontare, oltre al rischio insito nel business in cui investono, è il pericolo di comportamento opportunistico e di conflitti d'interesse. 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. A tal proposito spesso gli investitori chiedono all'impresa emittente che vengano esplicitamente dichiarati nel Regolamento del prestito i cosiddetti *covenants* finanziari, ovvero vincoli mirati a salvaguardare l'interesse degli investitori, il cui mancato rispetto da parte dell'azienda emittente farà scattare uno o più eventi⁷³. Ovviamente essendo i *covenants* dei veri e propri vincoli più o meno stringenti, la loro presenza potrebbe "immobilizzare" l'attività d'impresa. In tal senso compito dell'*Arranger* sarà quello di tentare di ridurre o eliminare il peso di tali vincoli individuando, nella fase di strutturazione, gli elementi che facciano abbassare il rischio d'insolvenza. Infatti, nel caso in cui il grado di rischio di default dell'impresa sia basso, i *covenants* possono essere allentati o non previsti.

I *covenants* più comunemente richiesti dagli investitori sono:

- clausole di salvaguardia ("Negative Pledge"): per tutta la durata del prestito obbligazionario l'emittente si impegna a non concedere pegni, ipoteche o altre garanzie reali sui propri beni materiali e immateriali, sui propri crediti, sulle proprie partecipazioni salvo alcune eccezioni;
- use of proceeds: l'ammontare ricavato dall'emissione obbligazionaria deve essere destinato dall'emittente secondo le finalità prestabilite;
- change of control: in caso di cambiamento della proprietà, l'investitore avrà il diritto di chiedere il rimborso anticipato del titolo;

⁷¹ R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2014. Op.cit.

⁷² Si veda la circolare n.216 della Banca d'Italia

⁷³ Ad esempio il ritiro del prestito obbligazionario o la sua rinegoziazione a condizioni meno favorevoli.

- limitation on dividend: limiti ai dividendi consentiti;
- reports: necessità di redigere il bilancio consolidato da sottoporre a certificazione una volta all'anno e di redigere una semestrale consolidata entro i primi nove mesi dell'operatività annua;
- limitation on indebtedness: clausole di mantenimento dei rapporti Net Debt/ Ebitda e GrossDebt/ Ebitda sotto soglie prefissate, da monitorare semestralmente⁷⁴.

2.5.3 La valutazione del rischio: il rating

Con l'obiettivo di garantire il successo dell'emissione sul mercato, spesso l'*Arranger* si troverà a sollecitare l'emittente, ovvero il management aziendale, a richiedere l'emissione di un giudizio sintetico, ad opera di Agenzie di *rating* riconosciute, sulle capacità dell'impresa di onorare i propri obblighi finanziari: *il rating*. Infatti, sebbene la normativa non preveda che l'emissione del *rating* sia un passo obbligatorio per il collocamento di mini-bond, ricorrere alla certificazione di un'Agenzia di *rating* può essere una garanzia sulla buona riuscita del processo di collocamento dal momento che migliora i requisiti di accesso sul segmento ExtraMOT PRO e garantisce trasparenza al mercato. Per queste motivazioni un numero crescente di imprese negli ultimi anni, come riferito dall'Osservatorio dei mini-bond, ha deciso di richiedere l'emissione di un giudizio di *rating* dando così al mercato più completi segnali informativi. La tendenza si è rafforzata ancor più con l'arrivo dei fondi di *private debt* dal momento che essi richiedono un *rating* prima di perfezionare l'investimento, oppure sono essi stessi ad implementare procedure di *rating* interne.

Nell'Unione Europea possono emettere un *rating* solo le agenzie riconosciute dall'Esma (European Securities and Markets Authority), l'autorità la supervisione del settore la normativa. 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 la trasparenza. In particolare, tale Regolamento ha introdotto l'obbligo di registrazione come Credit Rating Agency (CRA) per tutte le agenzie che operano o intendono operare nell'Unione Europea. Per le grandi emissioni, le agenzie meglio conosciute a livello internazionale sono le cosiddette 'tre sorelle', Moody's, Standard & Poor's e Fitch le quali emettono *rating* per tutte le cinque classi considerate dell'Esma (imprese non finanziarie, società finanziarie, assicurative, debiti sovrani e finanza pubblica, finanza strutturata). Nel

⁷⁴ R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2014. Op.cit.

AREA DI RISCHIO	CLASSE DI RATING	PD Regolamentare		GRADO DI AFFIDABILITA' CGS
		MINIMA	MASSIMA	
SICUREZZA	A1.1	0.00%	0.10%	Massimo
	A1.2	0.10%	0.19%	
	A1.3	0.19%	0.25%	
	A2.1	0.25%	0.28%	
	A2.2	0.28%	0.33%	Elevato
A3.1	0.33%	0.55%		
SOLVIBILITA'	B1.1	0.55%	1.28%	Buono
	B1.2	1.28%	2.80%	Medio
VULNERABILITA'	B2.1	2.80%	5.90%	Moderato
	B2.2	5.90%	10.24%	Contenuto
RISCHIO	C1.1	10.24%	19.08%	Basso
	C1.2	19.08%	31.28%	Non affidabile
	C2.1	31.28%	100.00%	

Figura 2.1: Le 13 classi della scala di rating di Cerved Group. Fonte: www.cerved.com

classi da A1.1 a B2.1 sono considerate classi 'pass' o *investment grade*.

Diversamente dagli *score* di credito, che possono essere ottenuti tramite modelli matematici sulla base di dati qualitativi, i *rating* sono il risultato di un giudizio formulato da un analista o un team di analisti. Può accadere che il giudizio di *rating* venga richiesto da soggetti terzi, ad esempio da un investitore, in tal caso si parla di *rating unsolicited*, e i dati utilizzati per l'emissione del giudizio di *rating* sono quelli a carattere pubblico, come i bilanci, oppure informazioni disponibili nel database delle Agenzie di *rating*. Nel caso in cui il giudizio di *rating* venga richiesto dall'entità valutata o da un soggetto che la rappresenta si parla invece di *rating solicited*. I giudizi di *rating* possono inoltre rimanere patrimonio informativo 'privato' (*undisclosed*), ovvero condiviso con un numero limitato di terzi, oppure possono essere comunicati al pubblico.

Nello specifico, l'emissione di un *rating* pubblico *solicited* è un processo che richiede alcune settimane per il suo completamento dopo la formalizzazione del mandato da parte dell'impresa all'Agenzia di *rating*. Gli analisti devono raccogliere una serie di informazioni per valutare il rischio di default di un'impresa. Alcune di queste informazioni sono pubbliche (come ad esempio i bilanci) o già disponibili nei database dell'Agenzia, altre devono essere fornite dall'emittente (budget, business plan, prospetto centrale rischi, ecc.). In generale le informazioni utili ad una corretta valutazione del rischio riguardano un set di variabili tratte dai bilanci depositati, dagli archivi camerali, dai dati ipo-catastali e dal Registro del Territorio. Saranno inoltre considerati i dati relativi ai pregiudizievoli di conservatoria come ipoteche o pignoramenti, alle abitudini di pagamento delle imprese o alle procedure della CIG Straordinaria. I dati vengono analizzati poi

⁷⁵ Osservatorio Mini-Bond, Il Report italiano sui Mini-Bond, Politecnico Milano 1863, pubblicazione online, febbraio 2016.



Figura 2.4. Fonte: Elaborazione personale

da un incaricato. Per l'assegnazione del *rating* solitamente viene realizzata anche una visita presso la sede aziendale. Durante la visita l'incaricato approfondisce con l'imprenditore o il suo management gli aspetti più rilevanti ai fini della valutazione. Sulla base dei dati raccolti nei database societari o presso l'azienda da valutare, gli analisti elaborano un giudizio di *rating* che sottopongono al Comitato di Rating. Al termine dell'istruttoria, l'analista o gli analisti comunicano all'azienda il *rating* assegnato e le motivazioni. Successivamente, l'Agenzia di *rating* emette il giudizio che diventa di pubblico dominio. Dopo l'emissione del *rating*, l'azienda è sottoposta a monitoraggio e il giudizio è rivisto in caso di eventi che cambino in modo

significativo il profilo di rischio dell'azienda.

2.6 Fase 3: Gli adempimenti legali e amministrativi

Al fine di condurre un corretto processo di emissione, è necessario che l'impresa emittente si occupi preventivamente di completare alcuni adempimenti di carattere legale ed amministrativo. Tali adempimenti richiedono competenze specifiche pertanto nell'espletamento degli stessi è opportuno rivolgersi ad uno Studio legale con adeguata esperienza nel settore obbligazionario che assuma la funzione di *Advisor* legale.

2.6.1 Gli adempimenti legali

Per adempimenti legali s'intendono quell'insieme di interventi volti ad adeguare la base giuridica e la struttura organizzativa dell'azienda alle esigenze legate ad una corretta gestione del debito eseguiti prima di avviare l'iter che condurrà alla realizzazione dell'emissione dei mini-bond. A tal fine si interviene sia sulla struttura giuridica dell'azienda, per adeguarla alle prescrizioni di legge, sia sulla struttura organizzativa e decisionale.

Nel caso in cui l'emittente sia una società a responsabilità limitata, lo **statuto** deve prevedere la possibilità per la società di emettere titoli di debito. Deve altresì indicare l'organo competente a deliberare in merito all'emissione dei titoli, i limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. Sulla base di quanto sopra detto, prima dell'emissione dei mini-bond, potrebbe essere necessario effettuare una modifica statutaria che consenta l'emissione, con deliberazione dell'assemblea straordinaria dei soci e deliberazione del verbale da parte di un Notaio. Diverso è il caso in cui l'emittente sia una società per azioni o una società in accomandita per azioni. In questo caso non occorre infatti che lo statuto preveda espressamente la

possibilità di emettere obbligazioni. In assenza di diversa disposizione statutaria, risulta degli amministratori la competenza a deliberare in merito all'emissione di obbligazioni.

Una volta individuato l'organo competente, bisogna procedere con la **delibera di emissione** dei mini-bond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO. Bisogna inoltre conferire i poteri di esecuzione della delibera. Solo al termine della strutturazione dell'operazione e ricevuti i riscontri positivi da parte degli investitori potenziali la società può procedere alla delibera formale di approvazione dell'emissione di mini-bond, indicando ammontare, condizioni di prezzo e rimborso precedentemente concordate. Nel caso di società per azioni, la deliberazione deve risultare da verbale redatto dal Notaio e depositata ed iscritta nel Registro delle Imprese competente. Nel caso di società a responsabilità limitata, la deliberazione è iscritta a cura degli amministratori presso il Registro delle Imprese competente.

L'emittente deve poi istituire il cosiddetto "**libro delle obbligazioni**", nel caso di società per azioni, il "**registro dell'emittente**" nel caso di società a responsabilità limitata. Entrambi devono indicare: l'ammontare dei bond emessi e di quelli estinti, il nominativo dei titolari dei bond (in caso di titoli nominativi) e i trasferimenti e i vincoli relativi ai bond.

2.6.2. Gli adempimenti amministrativi

In analogia a quanto previsto per i prestiti obbligazionari classici è necessario, nel percorso che porterà l'impresa all'emissione dei mini-bond, predisporre una serie di documenti che variano a seconda della tipologia di emissione (quotata o non quotata, con *rating* o senza *rating*). Questi documenti a cui ci riferiamo con il termine 'adempimenti amministrativi', si dividono generalmente tra quelli a carattere economico, che servono a comprendere le caratteristiche fondamentali dell'emittente e a valutare la capacità di produrre reddito e onorare il debito, e quelli a carattere amministrativo in senso stretto, che servono per avviare il percorso verso l'emissione.

Alla prima categoria appartengono il Business Plan, l'Information Memorandum e l'Executive Summary. Come abbiamo già avuto modo di vedere, il **Business Plan** viene predisposto con il supporto dell'*Advisor* e contiene i dati fondamentali dell'emittente e il piano di sviluppo legato all'emissione dei mini-bond, con particolare attenzione agli aspetti economico-finanziari storici, attuali e prospettici.

L'**Information Memorandum**, predisposto anch'esso con l'aiuto dell'*Advisor*, è un documento dove l'imprenditore inserisce informazioni riguardo la storia della società, la struttura organizzativa, l'attività svolta, il modello di business, il mercato e il settore di riferimento. Non mancano informazioni economico-finanziarie e proiezioni sul business del triennio successivo.

L'**Executive Summary** è un documento di sintesi delle informazioni contenute negli altri due documenti.

I documenti amministrativi in senso stretto, come detto, servono per avviare il processo di emissione, tra questi figurano: il Regolamento del prestito, il contratto di sottoscrizione, l'incarico alla banca agente e i certificati.

Il **Regolamento del prestito**, predisposto con l'aiuto dell'*Arranger*, contiene tutti i termini e le condizioni relativi ai mini-bond, le caratteristiche (quali natura, forma, importo, valore nominale e limiti di circolazione), le modalità di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale, i diritti dei titolari dei mini-bond e gli obblighi dell'emittente.

Il **contratto di sottoscrizione** viene stipulato tra l'emittente ed il sottoscrittore e disciplina la modalità, le condizioni ed i termini della sottoscrizione stessa. Contiene inoltre le usuali dichiarazioni di garanzia, impegni, clausole di manleva ed indennizzo in favore del sottoscrittore.

Con **incarico alla banca agente** s'intende l'incarico, che viene conferito dall'emittente tramite sottoscrizione di un apposito contratto/documentazione, di svolgere tutte le attività relative ai pagamenti dovuti dall'emittente in favore dei titolari dei mini-bond.

Infine all'atto dell'emissione e sottoscrizione dei mini-bond, l'emittente consegna ai sottoscrittori tre **certificati**:

-il certificato di solvenza, che attesta la solvenza dell'impresa, rilasciata dal legale rappresentante dell'emittente;

-il certificato di vigenza, rilasciato dalla competente Camera di Commercio che attesta l'assenza di procedure liquidatorie o concorsuali;

-il certificato fallimentare, rilasciato dalla competente sezione del Tribunale fallimentare che attesti l'assenza di procedure fallimentari nei confronti dell'emittente.

2.7 Fase 4: Ricerca, promozione e individuazione degli investitori

2.7.1 Chi sono gli investitori professionali

Secondo la prassi l'investimento nei mini-bond è riservato ai soli investitori 'professionali'. Per investitori 'professionali' s'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. I clienti professionali sono suddivisi, in clienti professionali privati e clienti professionali pubblici, in base al Testo Unico della Finanza, nuovo articolo 6, comma 2 quinquies introdotto dal d.lgs. 164 del 17 settembre 2007 che ha modificato il TUF, la definizione dei criteri di identificazione dei clienti professionali privati è rimessa alla CONSOB; la definizione di quelli pubblici è, invece, rimessa al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

L'articolo 34-ter, comma 1, lett. b), del Regolamento Consob n. 11971/1999 elenca coloro che vengono qualificati come clienti professionali privati per tutti i servizi e gli strumenti di investimento. Tra questi sono individuati gli investitori istituzionali che operano nei mercati finanziari, italiani o esteri, quali:

1) Banche;

2) SIM e Imprese di Investimento;

- 3) Altri Istituti Finanziari Autorizzati o Regolamentati;
- 4) Imprese di Assicurazioni;
- 5) Organismi di Investimento Collettivo e Società di Gestione del Risparmio;
- 6) Fondi Pensione e Società di Gestione di tali Fondi;
- 7) Negoziatori per Conto Proprio di Mercati e Strumenti Derivati su Mercati;
- 8) Soggetti che svolgono esclusivamente la Negoziazione per Conto Proprio su Mercati di Strumenti Finanziari e aderiscono indirettamente al Sistema di Liquidazione nonché al Sistema di Compensazione e Garanzia;
- 9) Altri Investitori Istituzionali, tra cui rientrano le Fondazioni Bancarie e altri soggetti che siano qualificate controparti qualificate in base all'ordinamento dello Stato Comunitario in cui hanno sede;
- 10) Agenti di Cambio;
- 11) Holding finanziarie, quando dispongano di una reale sostanza, una struttura e un'attività proprie, distinte da quelle dei propri azionisti, e detengano interessi finanziari rilevanti;
- 12) Holding familiari, a condizione che si tratti di società tramite le quali una famiglia o un ramo di una famiglia detenga interessi finanziari rilevanti;
- 13) le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza in operazioni in strumenti finanziari (da dimostrare in sede di attivazione del rapporto negoziale);
- 14) imprese di grandi dimensioni che presentano, a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: - totale di bilancio: € 20.000.000,00; - fatturato netto: € 40.000.000,00; - fondi propri: € 2.000.000,00;
- 15) gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del T.U. bancario, e le società di cui all'articolo 18 del T.U. bancario;
- 16) Fondi riservati le cui quote non sono detenute da risparmiatori comuni ma sono riservate solo a investitori qualificati;
- 17) SPV (Special Purpose Vehicle): le società di cartolarizzazione che collocano i titoli derivati dai mini-bond (trattasi di investitori professionali, con chiara competenza in strumenti finanziari, che, indirettamente, agevolano la sottoscrizione di mini-bond, poiché essi ne allentano l'illiquidità con la cartolarizzazione e li rendono più appetibili anche in sede di prima emissione).

L'ultima fascia di clientela prevista dalla normativa MIFID è quella delle 'controparti qualificate'; si tratta di una nuova categoria, definita esplicitamente clientela dal considerando 40 della Direttiva 2004/39/CE, la

quale sostanzialmente rappresenta un sottotipo dei clienti professionali. Anche con riferimento a tale categoria, sono previsti dalla normativa soggetti che ex lege vengono inquadrati in tale classificazione, ovvero:

- 1) Banche;
- 2) SIM e Imprese di Investimento;
- 3) Imprese di Assicurazioni;
- 2) Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio e Società di Gestione del Risparmio;
- 3) Fondi Pensione e Società di Gestione di tali Organismi;
- 4) Altre Istituzioni Finanziarie Autorizzate o Regolamentate secondo il Diritto Comunitario o il Diritto Interno di uno Stato Membro;
- 5) Le Imprese che non rientrano nell'Ambito MIFID;
- 6) Governi Nazionali e Corrispondenti Uffici, compresi gli Organismi Pubblici incaricati di gestire il Debito Pubblico;
- 7) Banche Centrali e Organizzazioni Sopranazionali a Carattere Pubblico⁷⁶.

A tale elenco occorre includere le imprese di grandi dimensioni già indicate precedentemente e altri soggetti che sono controparti qualificate in base all'ordinamento dello Stato comunitario in cui hanno sede.

Per avere un'idea di quali siano tra gli investitori istituzionali, così come definiti dalla normativa, coloro che hanno mostrato maggior interesse in investimenti in strumenti di debito emessi dalle PMI riportiamo di seguito (fig. 2.2) la 'mappa' degli investitori in mini-bond che l'Osservatorio dei mini-bond, nel corso del 2015, ha potuto costruire per un numero significativo di emissioni sotto €50 milioni. Al primo posto si piazzano i fondi chiusi di debito con una quota pari al 35,8% (se consideriamo le sole emissioni del 2015, la

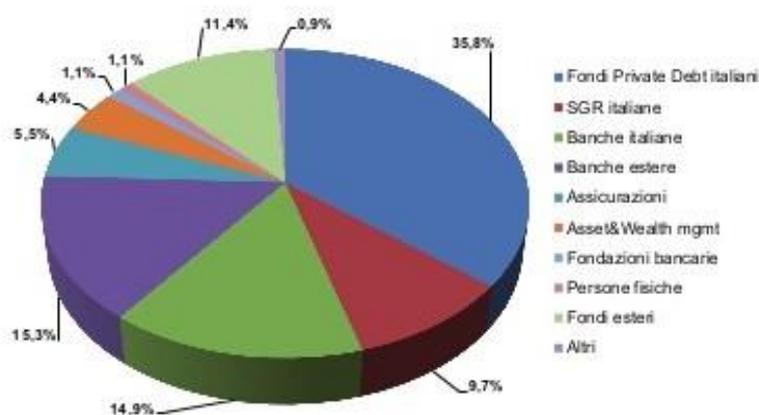


Figura 2.2, Fonte: Osservatorio Mini-Bond, "Mappa' degli investitori nei mini-bond: indagine su 152 emissioni sotto 50 milioni di euro (copertura del campione pari al 72%)"

⁷⁶Stefano M. Masullo, "MIFID E LA NUOVA CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA", disponibile online su www.assoconsulenza.eu

percentuale è addirittura pari al 55%). È interessante poi notare che le banche, teoricamente in concorrenza con il mercato dei mini-bond, siano comunque tra i sottoscrittori più importanti (14,9% le banche italiane e 15,3% per le banche estere la cui quota è però molto diminuita nel 2015 ed è legata quasi esclusivamente all'intervento della BEI). Seguono i fondi d'investimento esteri (11,4%) e le SGR nazionali (9,7%). In più, grazie agli interventi normativi del 2014⁷⁷, che hanno allargato la platea di investitori potenziali anche alle società di assicurazione, nel 2015 la quota di tali società ha raggiunto il 5.5%. Sempre interventi normativi⁷⁸ hanno fatto sì che nel 2015 anche i fondi di *private debt* incrementassero significativamente la propria attività sul mercato. Si tratta di veicoli di investimento (di diritto italiano o estero) che allocano le proprie risorse prevalentemente o esclusivamente in titoli di debito. Essi raccolgono *commitment* da parte di possibili investitori e il capitale raccolto da questi ultimi viene poi investito in titoli obbligazionari secondo regole prefissate. La decisione di investimento viene presa dal fondo, attraverso regole ben codificate, e tipicamente avendo consultato anche i rappresentanti degli investitori. Esso può chiedere garanzie all'impresa emittente, e può stipulare accordi relativi alla *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell'investimento. Il processo di selezione avviene per mezzo di un team di gestione, che studia tutti gli aspetti legati al rischio/rendimento atteso. La decisione d'investimento viene presa dal fondo, sentiti i rappresentanti degli investitori. La remunerazione ottenuta dalla gestione degli investimenti verrà poi distribuita agli investitori al netto delle commissioni caricate dal gestore⁷⁹. Alla data del 31 dicembre 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. 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. 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). Ulteriori investitori di importante rilevanza risultano, infine, le finanziarie regionali. Tra le più attive figurano Finlombarda, Veneto Sviluppo e le finanziarie delle province autonome di Trento e Bolzano.

⁷⁷ Il Decreto 'Destinazione Italia' ha ampliato la platea dei possibili investitori in mini-bond: possono investire in titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, anche non destinati ad essere negoziati in un mercato regolamentato o sistemi multilaterali di negoziazione e anche privi di giudizio di rating, sia le imprese di assicurazione, andando a costituire attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche, sia i fondi pensione. Nel Decreto 'Competitività' viene stabilito che le compagnie di assicurazione, insieme alle società di cartolarizzazione, possano concedere credito diretto alle imprese.

⁷⁸ Il Decreto 'Destinazione Italia' ha esteso l'attività del Fondo Centrale dello Stato anche ai sottoscrittori di quote di fondi di mini-bon. In più il Fondo Italiano d'Investimento ha deciso di destinare un consistente palfond alla sottoscrizione di quote di fondi di mini-bond attraverso un processo di selezione fra i player candidabili.

⁷⁹ Osservatorio Mini-Bond, "Il Report italiano sui Mini-Bond", Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2016. Op.cit.

2.7.2 Come avviene il contatto con gli investitori

Il contatto vero e proprio con gli investitori avviene per mezzo di *Advisor* e *Arranger* ed è un'operazione molto difficile e delicata. Il primo approccio con gli investitori avviene nella fase di sondaggio preliminare presso gli investitori, il cosiddetto pre-marketing, dove *Advisor* e *Arranger* hanno il compito di comprendere l'interesse che l'emissione può suscitare sul mercato, sotto il profilo dell'ammontare da collocare, del rischio legato all'impresa, dell'appeal del settore e dei mercati di riferimento. In questa fase verrà effettuata una prima presentazione dell'operazione attraverso un *short teaser* e a seguire verrà inviato l'Information Memorandum.

Gli stessi consulenti si occuperanno successivamente della promozione vera e propria (marketing) presso gli investitori, con cui si confrontano per verificare la bontà del tasso d'interesse, del piano di restituzione e della periodicità del pagamento della cedola proposti. Nello specifico le modalità con cui gli investitori vengono individuati, contattati e resi destinatari dell'attività di promozione sono molteplici. Nel caso di emissione di importo elevato e con caratteristiche particolari può essere organizzato un vero e proprio *road show* durante il quale l'impresa presenta ad una platea di investitori, appositamente chiamati da *Advisor* e *Arranger*, il proprio piano industriale. Altre volte sono gli stessi *Advisor* o *Arranger* che hanno rapporti privilegiati e funzionali con uno o più investitori di riferimento ai quali proporre direttamente attraverso incontri one-to-one la sottoscrizione. In ogni caso verranno selezionati quegli investitori il cui target di operatività sia in linea con le caratteristiche organizzative, produttive e di mercato dell'azienda emittente. Una volta mostrato l'interesse di massima da parte degli investitori, generalmente questi ultimi chiedono di incontrare l'imprenditore e il gruppo dirigente dell'azienda per confrontarsi direttamente con loro sui piani di sviluppo della società e per verificare direttamente solidità ed efficienza della struttura organizzativa.

Da alcuni anni per rendere più agevole in contatto tra imprenditori e investitori hanno fatto la propria comparsa servizi di *matching on line* tra imprese e investitori, realizzato tramite piattaforme digitali. In questo modo l'impresa interessata all'emissione di mini-bond predispone dossier che vengono caricati sulla piattaforma e inviati a investitori il cui target è compatibile con le caratteristiche dell'impresa. L'impresa valuterà poi le manifestazioni d'interesse giunte attraverso la piattaforma e incontrerà gli investitori con cui ritiene possibile concludere l'accordo⁸⁰.

2.8 Fase 5: Closing dell'operazione. Richiesta di quotazione e collocamento dei titoli

In quest'ultima fase avviene la richiesta di ammissione per la quotazione dei titoli sul mercato ExtraMOT PRO. Si tratta di una fase molto delicata dove è necessario che l'impresa faccia appello a professionisti specializzati per la redazione della documentazione necessaria per la quotazione. Partecipano a questa fase finale del processo di emissione lo Studio legale specializzato insieme con l'*Arranger* e l'*Advisor*.

⁸⁰ R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2014. Op.cit.

Dall'11 febbraio 2013, Borsa Italiana ha creato all'interno del mercato ExtraMOT un segmento professionale denominato ExtraMOT PRO per la negoziazione di strumenti finanziari di debito o *project bond*, riservato esclusivamente ad investitori professionali. Si tratta di un mercato secondario nato per offrire alle PMI italiane di quotare obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e *project bond* che consenta di godere dei benefici fiscali e delle opportunità derivanti dal nuovo quadro normativo previsto dal Decreto Sviluppo. In più ExtraMOT allinea l'offerta di Borsa Italiana a quella di altre borse europee, come Luxembourg Stock Exchange e Irish Stock Exchange, consentendo alle imprese italiane di quotare i propri strumenti finanziari di debito su un mercato nazionale supportato da un'ampia rete di intermediari connessi alla piattaforma di negoziazione⁸¹. Lo scopo dell'ExtraMOT è quello di abituare le imprese a fornire informazioni periodiche ai propri finanziatori mediante procedure standardizzate e trasparenti.

2.8.1 I documenti necessari prima e dopo l'ammissione alla negoziazione

Ai fini dell'ammissione sul mercato dei nuovi strumenti finanziari, gli emittenti devono per prima cosa pubblicare e depositare gli **ultimi due bilanci annuali** anche consolidati, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione legale, ai sensi del d.lgd. n.39 del 27 gennaio 2010. I bilanci possono essere redatti sia secondo i principi contabili nazionali sia secondo quelli internazionali. Inoltre è necessario che sia predisposto anche uno dei seguenti documenti:

- il **prospetto** redatto secondo gli schemi del Regolamento europeo "Prospetto" n. 809/2004 conformemente agli Allegati VII, VIII, IX e XIII;
- il **documento di ammissione** redatto dall'emittente secondo le linee guida previste dal Regolamento ExtraMOT;
- il **memorandum d'offerta** di cui all'art. 102 del Testo Unico della Finanza.

Questi documenti andranno presentati a Borsa Italiana insieme alla domanda di ammissione e ad un file excel riepilogativo delle caratteristiche dei titoli, ai fini dell'ammissione su ExtraMOT PRO. È opportuno che il Prospetto o il documento di ammissione vengano inviati in bozza a Borsa Italiana, al fine di verificare la completezza delle informazioni e accelerare il processo di accoglimento della domanda di ammissione. Nel caso in cui si voglia utilizzare il documento di ammissione (strumento scelto generalmente dagli emittenti di più piccole dimensioni con emissioni al di sotto dei 30 milioni di euro oppure in caso di private placement), sono richieste alcune informazioni minime come: 1. Persone con ruoli di responsabilità, 2. Fattori di rischio, 3. Informazioni sull'emittente, 4. Struttura organizzativa, 5. Principali azionisti, 6. Informazioni finanziarie riguardanti la situazione finanziaria, 7. Profitti e perdite dell'emittente (in

⁸¹ KPMG Advisory S.P.A., "Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi", 2013, pubblicazione online www.kpmg.com/it,

alternativa si allega l'ultimo bilancio), 8. Informazioni riguardanti gli strumenti finanziari, 9. Ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione.

In base alla tipologia dell'emittente e alle caratteristiche dell'emissione, Borsa Italiana potrebbe richiedere ulteriori informazioni o autorizzare l'omissione di alcune di esse, nonché comunicare al soggetto richiedente schemi operativi diversi da intendersi come requisiti minimali a cui attenersi nell'adempimento di tale obbligo.

L'emittente deve richiedere alla Banca d'Italia l'assegnazione del **codice ISIN**⁸². L'assegnazione prevede una procedura la quale si articola in due fasi principali:

1. compilazione da parte dell'emittente del modulo di richiesta di adesione al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito web di Banca d'Italia e successivo invio del modulo validato e sottoscritto con firma digitale all'indirizzo di Posta Elettronica Certificata di Banca d'Italia;
2. richiesta, da parte dell'emittente che abbia effettuato l'auto registrazione sul sito web, di attribuzione del codice ISIN tramite invio del Messaggio "Richiesta ISIN", tramite l'applicazione on line (FEAT) e seguendo le istruzioni pubblicate da Banca d'Italia sul proprio sito, dopo aver ottenuto l'accesso (generalmente entro le 48 ore successive alla richiesta).

Al messaggio di richiesta di assegnazione del codice ISIN si allegano il regolamento del prestito, il verbale relativo alla delibera e in caso di titoli di debito, una dichiarazione di accettazione del ruolo di sottoscrittori da parte di "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali"⁸³. La documentazione viene considerata al momento dell'invio della "Richiesta ISIN" come "provvisoria", verrà poi ritrasmessa quanto possibile in formato "definitivo".

La **richiesta di ammissione** dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO, deve essere redatta secondo il modello fornito da Borsa Italiana e facendola sottoscrivere dal legale rappresentante dell'emittente. A tale richiesta devono essere allegati una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei mini-bond, secondo lo schema ed il formato definiti da Borsa Italiana, il prospetto o il documento di ammissione, le condizioni dell'emissione ove non incluse nel prospetto o nel documento di ammissione.

Nel mentre l'azienda dovrà fornire tutte le informazioni richieste dal Regolamento ExtraMOT sul proprio sito internet o in alternativa avvalendosi di uno SDIR autorizzato e iscritto nell'elenco tenuto dalla Consob.

In più fino alla data di Ammissione alle negoziazioni l'emittente dovrà mettere a disposizione il prospetto o il documento di ammissione alla negoziazione oltre agli ultimi due bilanci.

⁸² ISIN è l'acronimo di International Securities Identification Number, è un codice identificativo dei valori mobiliari a livello internazionale. È utilizzato per identificare le azioni, le obbligazioni, i warrant e gli ETF.

⁸³ Ai sensi di quanto previsto dall'art.2483, comma 2, del Codice Civile.

Borsa Italiana una volta verificate la sussistenza delle condizioni richieste ai fini dell'ammissione alle negoziazioni e dell'avvenuto accentramento dei mini-bond presso Monte Titoli⁸⁴, entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di conferma della ricezione della domanda di ammissione, comunica al richiedente l'accoglimento o meno della domanda di ammissione. In quest'ultimo caso, tramite **avviso di ammissione**, Borsa Italiana stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e le informazioni funzionali alle negoziazioni specificando inoltre le modalità con le quali sono accessibili al pubblico le informazioni richieste dal Regolamento del mercato e quelle ulteriori pubblicate dall'emittente. Rimane ferma la possibilità di interrompere la procedura di ammissione qualora emerga la necessità di acquisire nuove informazioni e documenti. In questo caso, dal momento in cui Borsa Italiana riceverà le informazioni e la documentazione così come richiesta, decorreranno di nuovo i termini dei 7 giorni. Se entro 2 mesi dall'inoltro iniziale della domanda a Borsa Italiana non avviene alcuna modifica o completamento della stessa, la domanda si considera decaduta. Generalmente nel giro di 15/20 giorni Borsa Italiana è in grado di concludere l'intero iter d'ammissione e portare i titoli in negoziazione su ExtraMOT PRO. L'emittente può quotare i titoli presso qualsiasi mercato regolamentato o sistema multilaterale di Paesi dell'Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (Paesi "White List"), è inoltre possibile per alcuni titoli, emessi da società medio-grandi per importi consistenti, che essi vengano quotati su più mercati.

Infine dopo l'avviso di avvenuta ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul segmento ExtraMOT PRO, l'emittente è tenuto a pubblicare:

- il bilancio annuale sottoposto a revisione legale, senza indugio e non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario cui è riferito;
- ogni informazione che possa avere un impatto sul prezzo dei mini-bond ammessi a negoziazione;
- ogni modifica alle caratteristiche dell'emissione nonché nelle modalità di esercizio dei diritti dei titolari dei mini-bond;
- l'informativa tecnica relativa ai mini-bond, ossia le informazioni sul calcolo degli interessi e l'eventuale rimborso anticipato dei titoli (almeno 4 giorni prima del rimborso anticipato);
- laddove l'emittente o la singola emissione siano stati oggetto di *rating* pubblico, questo ed ogni successiva variazione dovrà essere resa nota al mercato.

2.8.2 Evoluzione e vantaggi del segmento ExtraMOT PRO

Alla data del 30 giugno 2016, in base a quanto diffuso da Borsa Italiana, è stato raggiunto su ExtraMOT PRO il numero di ben 177 emissioni per un controvalore pari a € 6.862 miliardi. Si confermano così le

⁸⁴ Monte Titoli S.p.a., società del gruppo London Stock Exchange, è il Deposito Centrale Titoli italiano e svolge una funzione di regolamento dei titoli. Dal 1986 esso è diventato il depositario unico di tutti i titoli italiani, compresi quelli del debito pubblico. Ciò ha permesso di procedere, alla fine del secolo scorso, alla completa dematerializzazione dei titoli.

aspettative di crescita del mercato prospettate alla fine del 2015 quando su ExtraMOT PRO figuravano 148 emissioni per un valore nominale di € 5.508 miliardi. Le nuove emissioni realizzate nel primo semestre del 2016 sono state pari a 29, si conferma la crescita progressiva del mercato con una maggiore frequenza di quotazione di emissioni con valori contenuti di collocamento. Su 29 emissioni 25 appartengono alla fascia di emissioni sotto i € 50 milioni (4 con taglio inferiore al milione di euro). A livello di campione totale le emissioni sotto € 50 milioni rappresentano l'85% (il 47% sotto la soglia di € 5 milioni) caratterizzate da una scadenza media pari a 5,7 anni, una cedola media pari a 5,40% con modalità di rimborso tipicamente *amortizing* (54% del totale). Nonostante l'elevata numerosità, il controvalore totale delle operazioni appartenenti a tale fascia corrisponde solo al 20% del totale emesso. La netta maggioranza del totale emesso deriva da un basso numero di operazioni (26), con un taglio molto grande (superiore a €50 milioni) le quali si caratterizzano tipicamente per scadenze più elevate, in media pari a 6,04 anni, cedola media pari a 6,18%, più elevata per via della diversa *duration*, e modalità di rimborso prevalentemente *bullet* (96,2% del campione). Focalizzando l'attenzione, invece, sulla tipologia di emittenti, la fascia più numerosa e in aumento si conferma quella fra € 100 milioni e € 500 milioni anche fra le più piccole emissioni (quelle con importo sotto € 50 milioni) nonostante il segmento ExtraMOT PRO sia stato pensato per dare spazio alle emissioni di mini-bond di piccole e medie imprese (il cui fatturato si aggira tra € 10 milioni e € 50 milioni). Bisogna riconoscere però che nel corso del 2015 è aumentato il numero di emittenti con fatturato compreso tra € 10 milioni e € 25 milioni (ben 23 società hanno addirittura fatturato inferiore a € 10 milioni), mentre sono diminuite quelle con volume fra € 25 milioni e € 100 milioni e maggiore di € 500 milioni⁸⁵. I settori di attività di appartenenza delle emittenti, identificati dal codice di attività ATECO, sono molto diversificati, dal commercio alle *utilities*, dai finanziari all'immobiliare, dall'informatica alle costruzioni, ma la supremazia la detiene il settore manifatturiero (37,9% del campione) seguito dal gruppo 'sistemi e comunicazione' (pari all'8,3% del campione). Passando ad esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, si nota un'assoluta preponderanza delle regioni del Nord. Nel complesso quasi l'80% delle imprese che hanno emesso mini-bond fino al 30 giugno 2016 risiedeva a nord degli Appennini. Nel Veneto in particolare si concentra il 29,6% del totale emesso. Nel Sud le imprese che hanno collocato mini-bond risultano ancora la minoranza. Limitando la statistica alle PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica, segue il Trentino Alto-Adige e il Veneto⁸⁶.

Dalla quotazione sul segmento ExtraMOT PRO una piccola o media impresa può ottenere diversi vantaggi quali:

⁸⁵Fonte dati: Osservatorio Mini-Bond, "Il Report italiano sui Mini-Bond", Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2016. Op.cit.

⁸⁶ Dati elaborati da Epic e Business Support sulla base di quanto fornito dall'Osservatorio mini-bond, Politecnico di Milano-School of Management, Borsa Italiana e siti corporate.

- **economicità** nella modalità di accesso al mercato dei capitali per via dei benefici fiscali e dei costi diretti e di *compliance* bassi;
- **flessibilità** dell'approccio regolamentare snello e modellabile secondo le esigenze;
- **visibilità** presso il sistema finanziario e presso i clienti e fornitori per via del brand internazionale e l'ampia rete di intermediari connessi direttamente o indirettamente;
- possibilità di formazione di un prezzo di riferimento e di un mercato di scambio.

2.9 Gli aspetti fiscali

Deducibilità degli interessi passivi

Titoli quotati Gli interessi passivi sono pienamente deducibili a fini IRES, nei limiti del 30% del Risultato Operativo Lordo a condizione che i titoli siano quotati in mercati regolamentati o presso sistemi multilaterali di negoziazione dei paesi UE oppure in mercati regolamentati o presso sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi aderenti allo Spazio Economico Europeo (SEE) “White List”.

Titoli non quotati Gli interessi passivi sono pienamente deducibili ai fini IRES, nei limiti del 30% del Risultato Operativo Lordo a condizione che i sottoscrittori siano degli investitori qualificati ai sensi del Testo Unico Finanziario (TUF), vale a dire banche, assicurazioni, fondi pensione, ecc., e che non arrivino a detenere, direttamente o indirettamente, che per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente titoli. Inoltre, l'altra condizione necessaria per godere di questi vantaggi fiscali è che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Paesi “White List”.

La deducibilità dei costi di emissione

Per costi di emissione s'intendono tutte le spese relative alla strutturazione e all'emissione delle obbligazioni. Rientrano tra queste le commissioni per la banca o il pool di banche che si occupano dell'*arrangement* dell'operazione (banking fees), le commissioni per le società che emettono i giudizi di rating (rating fees), le commissioni di collocamento (brokerage fees), i compensi per le prestazioni professionali e le altre spese legate all'emissione. In base al Decreto Sviluppo, le spese di emissione sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio, in base al principio di cassa.

Il regime fiscale applicato agli investitori

Per i titoli quotati emessi da società non quotate si applicano le disposizioni che prevedono per i soggetti cosiddetti “nettisti⁸⁷” residenti in Italia, l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 26% mentre per i

⁸⁷ Le persone fisiche e le società, escluse quelle in nome collettivo, in accomandita semplice e quelle ad esse equiparate; gli enti non commerciali; i soggetti esenti dal reddito delle persone giuridiche.

soggetti “lordisti”, residenti in Italia, i redditi degli interessi vengono inclusi nel reddito d’impresa senza ritenute. Per i sottoscrittori non residenti in Italia gli interessi sono esenti da imposizione purché i soggetti che percepiscono gli interessi siano residenti in Stati esteri o territori “White List” e forniscano i dati dell’effettivo beneficiario e autocertifichino di possedere i requisiti per l’esenzione. Rimane applicabile la ritenuta sugli interessi pagati su titoli non quotati emessi da società non quotate. Sulla base dello status del soggetto che li percepisce, occorre valutare caso per caso l’applicazione della ritenuta del 26% o quella ridotta sulla base dei trattati.

Altri aspetti: le imposte indirette

Per quanto riguarda l’imposta da corrispondere nel caso in cui l’emittente intenda concedere, a favore del soggetto che sottoscrive i mini-bond, una garanzia reale (es. pegno o ipoteca), è possibile scegliere tra regime fiscale dell’imposta sostitutiva (0,25%) e quello dell’imposta ordinaria. L’opzione per l’imposta sostitutiva in tema di garanzie deve essere esercitata dall’emittente nella stessa delibera di emissione dei mini-bond o in analogo atto autorizzativo.

2.10 I costi dell’emissione

Il costo di una emissione di mini-bond è generalmente superiore rispetto ad un finanziamento di pari emissioni concesso da una banca. A determinare l’ammontare complessivo dei costi concorrono due ordini di fattori. Da un lato vi sono tutti i costi legati alla trasparenza, generalmente sono spese *una tantum* che possono rappresentare un investimento anche per il futuro in termini di immagine ed affidabilità del mercato. Dall’altro vi sono i costi legati alla remunerazione del rischio per l’investitore che deve sottoscrivere un titolo sostanzialmente illiquido. Da non dimenticare inoltre i costi amministrativi, consulenziali per strutturare l’emissione e la successiva quotazione sul mercato di Borsa. In linea di massima i costi da sostenere per effettuare un’emissione di mini-bond sono:

- tasso d’interesse da riconoscere agli investitori (compresi in una fascia che va da un minimo del 4% ad un massimo del 9%⁸⁸ con valore medio pari a 5,65%) esso dipende da:
 - rating emittente;
 - presenza di garanzie e/o *covenants* richieste dall’investitore;
 - spread sulle obbligazioni corporate a parità di rating;
 - spread rispetto ai titoli di Stato di lungo periodo;

⁸⁸ Nella maggior parte dei casi (90%) il tasso cedolare è fisso e si ‘concentra’ attorno a valori compresi fra il 5% e il 6%. Il valore medio è 5,65%, mentre il valore mediano è 5,7%. Nel 10% dei casi la cedola è variabile, ed è determinata sulla base del tasso Euribor più un determinato *spread* che nel campione analizzato dall’Osservatorio dei Mini-Bond, al 31 dicembre 2015, risultava variare fra 0,55% e 9,5%.

- premio per il rischio;
 - premio per illiquidità dei titoli;
 - natura del titolo (*amortizing-bullet*);
 - durata e tipo di cedola;
 - ammontare dell'emissione.
- costi per la consulenza prestata dall'Advisor (indicativamente il costo richiesto è fra l'1% e il 2,5% del capitale collocato);
 - costi per l'assistenza dell'Arranger (indicativamente il costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato);
 - costi per la revisione del bilancio (il costo annuale indicativo va da €5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato);
 - costi legali (per le operazioni effettuate nel 2015 di importo medio-basso si trova un costo compreso fra €15.000 e €25.000) i quali includono costi sostenuti per:
 - revisione dello statuto della società emittente;
 - redazione verbale relativo alla delibera di emissione;
 - redazione del documento per l'ammissione alla negoziazione dei minibond su ExtraMOT;
 - assistenza per procedura di ammissione alla negoziazione su ExtraMOT;
 - redazione del contratto di sottoscrizione dei minibond;
 - redazione del contratto di conferimento di banca agente relativi ai pagamenti sui minibond;
 - costi dell'agenzia di rating (per il primo anno l'importo indicativo per una PMI è fra €15.000 e €20.000, €40.000 per una società di più grandi dimensioni. Per gli anni successivi il costo si riduce di circa il 40%);
 - commissioni per l'accertamento dei titoli presso Monte Titoli (costo iniziale intorno a € 2.000 più costo a regime annuale pari a €1.500);

- commissioni di Borsa (il costo di ammissione per ogni strumento è di €2.500 *una tantum*, se il titolo è già quotato su altri mercati si riduce a €500⁸⁹).

Come ricordato nel paragrafo precedente, il Decreto Sviluppo ha previsto che i costi di emissione possano essere dedotti nell'esercizio in cui vengono sostenuti in base al principio di cassa, indipendentemente dal criterio di imputazione a Bilancio.

Capitolo 3: La scarsa presenza delle piccole e medie imprese nel mercato dei mini-bond: analisi delle criticità

I risultati delle varie ricerche condotte sulle emissioni dei mini-bond in Italia ci mostrano che il mercato dei mini-bond sta crescendo progressivamente seppur senza clamore particolare, il che, se si pensa al recente passato dei mercati finanziari, lascia presagire l'inizio di una possibile inversione di tendenza nello scenario economico italiano. I vantaggi offerti dai mini-bond, legati alla possibilità di migliorare la gestione finanziaria delle imprese attraverso la diversificazione del debito e di realizzare progetti di investimento ben mirati, sono stati in grado di attirare l'interesse di molte imprese italiane. Tuttavia, benché i mini-bond siano opportunità interessanti anche per le grandi imprese, l'interesse di questo lavoro si focalizza sulle piccole e medie imprese, ovvero quel segmento di mercato per il quale nel 2012, con il Decreto Sviluppo, vennero pensati ed introdotti i mini-bond nel contesto italiano. Ad oggi il contributo che questi titoli di debito hanno portato in termini di risorse finanziarie per le PMI è ancora limitato. È evidente che gli interventi legislativi apportati fra il 2012 e il 2014 dai vari Decreti Italia, pensati appositamente per creare un quadro legislativo/fiscale stimolante tale da 'liberalizzare' la possibilità per le PMI di raccogliere capitale sul mercato attraverso titoli di debito (vista la minore disponibilità del credito bancario a loro riservata), non siano stati sufficienti ad eliminare appieno delle criticità ed alcuni aspetti frenanti che continuano a rendere i mercati finanziari italiani appannaggio delle grandi imprese quotate.

3.1 Analisi dei dati: le piccole e medie imprese presenti sul mercato dei mini-bond

Per prima cosa è interessante effettuare un'analisi dei dati forniti tanto da Borsa italiana quanto dall'Osservatorio dei Mini-Bond al fine di valutare, sulla base delle evidenze, se è possibile dedurre che l'introduzione delle agevolazioni fiscali e normative introdotte dal Legislatore sono state in grado di incoraggiare l'entrata della piccola e media impresa tipo, per emissioni di importo inferiore a € 50 milioni, nel mercato di questa nuova *asset class* o meno.

Stando ai dati statistici forniti dall'Osservatorio dei Mini-Bond nei suoi reports, condotti a partire dal primo anno successivo all'introduzione dell'ultimo Decreto Italia⁹⁰ che ha perfezionato la normativa sui mini-bond, alla data del 31 dicembre 2014 risultavano aver collocato mini-bond sul mercato italiano 86 imprese il 14%

⁸⁹ Fonte dati: Osservatorio Mini-Bond, "Il Report italiano sui Mini-Bond", Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2016. Op.cit.

⁹⁰ Decreto 'Crescita e Competitività': Decreto Legge 24 giugno 2014, n.91, convertito in Legge il 10 agosto 2014.

delle quali non avrebbe potuto emettere i mini-bond sulla base della normativa esistente fino al 2012. L'anno successivo, al 31 dicembre 2015, il numero risultava pari a 145 imprese. Tra queste 54 sono le imprese che hanno emesso mini-bond nel corso dell'anno 2015, valore in lieve diminuzione rispetto al 2014 quando le imprese emittenti erano risultate pari a 64. Volendo analizzare più nello specifico, in linea con i fini della trattazione, quale sia la composizione delle 145 imprese sul mercato dei mini-bond, e se vi siano state interessanti variazioni tra il 2014 e il 2015 si riporta la tabella seguente.

	Campione Totale (2014)	Campione Totale (2015)	Campione 2015	Variazione del peso sul campione totale
Spa	76 (88%)	126 (87%)	46 (85%)	↓
Srl	7 (8%)	15 (10%)	7 (13%)	↑
Cooperative	2 (2%)	3 (2%)	1 (2%)	
Veicolo esterno	1 (1%)	1 (1%)	-	
PMI	34 (39,5%)	65 (45%)	26 (48%)	↑
Grandi Imprese	52 (60,5%)	80 (55%)	28 (52%)	↓
TOTALE	86	145	54	

Fonte: elaborazione personale sulla base dei dati forniti dall'Osservatorio Mini-Bond.

Alla luce dei dati, per prima cosa, ciò che è interessante notare, sempre ai fini della trattazione, è che il peso delle PMI emittenti (secondo la definizione adottata a livello europeo) sul campione totale è aumentato tanto in termini relativi quanto assoluti. Stando ai dati al 31 dicembre 2015, infatti, il peso delle PMI è risultato pari al 45% rispetto al 39,5% del 2014; in termini assoluti dal 2014 al 2015 26 nuove PMI hanno deciso di affacciarsi al mercato dei mini-bond. Il dato potrebbe sembrare incoraggiante tanto da portare a pensare che gli interventi normativi stiano pian piano producendo gli effetti sperati soprattutto se non dessimo la dovuta importanza ad un altro dato: il peso rilevante che le grandi imprese continuano ad avere sul campione totale anche nel 2015 (55%). Se si conduce infatti l'analisi del campione in funzione della dimensione d'impresa,

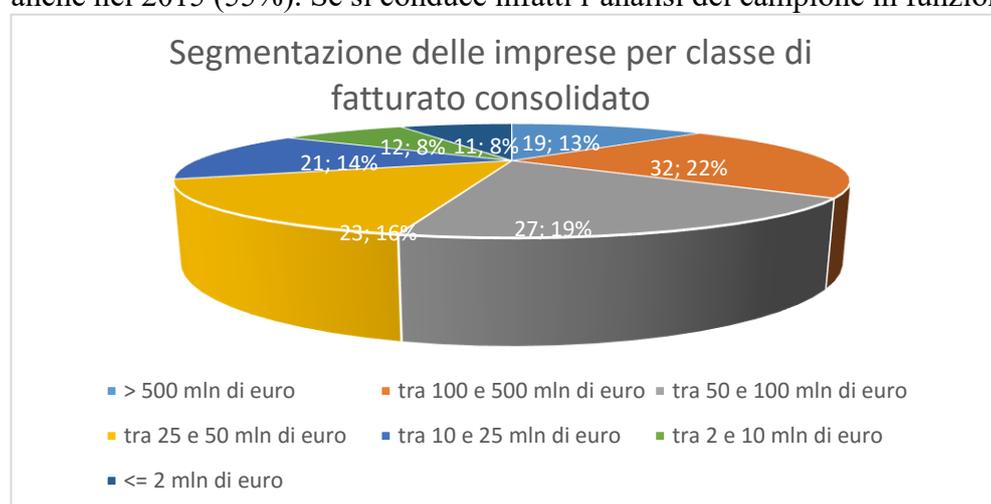


Figura 3.1. Fonte: Osservatorio Mini-Bond, Il Report italiano sui Mini-Bond

espressa in termini di fatturato consolidato dell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione, si nota che la fascia più numerosa del campione è quella compresa fra € 100 milioni e € 500 milioni (con 32 osservazioni, pari al 22% del totale) seguita dal gruppo fra € 50 e € 100 milioni (27 osservazioni, pari al 19%) (fig. 3.1). Oltre a rappresentare la fascia più numerosa, le imprese che si affacciano al mercato dei mini-bond con fatturati consolidati compresi fra € 100 milioni e € 500 milioni, sono paradossalmente aumentate nel corso del 2015. Sul campione delle 54 imprese che hanno collocato mini-bond nel corso del 2015, 16 appartengono a questa fascia, circa il 30%, contro il 17% (11 su 64) del 2014. Quelle che scendono sono invece le imprese con fatturato superiore a € 500 milioni passando da 6 a 4 e quelle con fatturato inferiore a € 10 milioni passando da 8 (ca 17%) nel 2014 a 10 (ca 13%) nel 2015. Fra le altre categorie aumentano solo quelle con fatturato compreso fra € 10 milioni e € 25 milioni passando da 8 su 64, circa il 12,5%, nel 2014, a 10 su 54, circa il 18,5%, nel 2015, categoria che ben si sposa con la definizione di PMI. Tuttavia la contraddizione si trova nel fatto che la variazione appena citata (+6 punti percentuali) è comunque di entità inferiore rispetto a quella relativa alla fascia di imprese con fatturati consolidati fra € 100 milioni e € 500 milioni (ca +13 punti percentuali) a maggior ragione se ricordiamo che i mini-bond sono nati per finanziare le PMI, ovvero quelle il cui fatturato si aggira tra i € 10 milioni e i € 50 milioni. Non è possibile nascondere che la presenza di queste ultime con i loro titoli sia ancora troppo esigua.

Passando poi ad analizzare il taglio medio delle emissioni di mini-bond collocate, al fine di valutare se, almeno questo aspetto, sia coerente con quel valore nominale che il Legislatore aveva previsto avrebbe dovuto caratterizzare un'emissione di mini-bond tipo di una piccola e media impresa (\leq a € 50 milioni), partiamo osservando che durante l'anno 2015 i collocamenti censiti risultano essere pari a 78 per un totale di 179 collocamenti registrati a partire dal 2012. Il valore nominale raggiunto a fine 2015 risulta pari a € 7,191 miliardi, di questi € 1,443 miliardi corrispondono al contributo di flusso del 2015. Sul totale dei titoli collocati, 126 (il 70%) risultavano al 31 dicembre 2015 quotati su ExtraMOT PRO emessi da 110 imprese per un valore nominale di € 5.350 miliardi, in aumento rispetto agli 87 titoli in quotazione alla fine dell'anno precedente per un valore complessivo di € 4.752 miliardi, emessi da 79 società. Il trend positivo sembra essere confermato dai dati di Borsa italiana relativi al 30 giugno 2016. È stato raggiunto il numero di 177 emissioni solo sul segmento ExtraMOT PRO per un controvalore superiore a € 6.800 miliardi.

Totale emissioni di minibond quotati su ExtraMOT PRO, sintesi per taglio al 30-06-2016

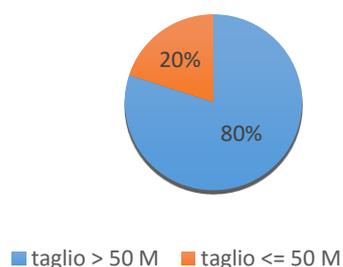


Figura 3.2. Fonte: "Barometro MINIBOND, Market trends", www.minibonditaly.it

Sul totale dei collocamenti registrati, per ciò che riguarda le emissioni inferiori o uguali a € 50 milioni, il capitale collocato ammonta a € 1.361,6 milioni; tra queste, se teniamo conto delle sole emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 634,4 milioni. Tra i collocamenti effettuati su ExtraMOT PRO, poi, è la maggioranza delle emissioni che risulta essere di taglio inferiore a € 50 milioni, circa 151, per un valore nominale pari a € 1,372 miliardi. Le restanti emissioni si dividono in 10 emissioni di taglio compreso fra € 50 milioni e € 150 milioni per un valore pari a € 935 miliardi e 16 emissioni di taglio compreso fra € 150 milioni e € 500 milioni per un valore pari a € 4.555 miliardi (con le sole 26 grandi emissioni (fig. 3.2), quelle superiori a € 50 milioni, si raggiunge l'80% del valore di mercato, con le emissioni inferiori a € 50 milioni, 151, si raggiunge solamente il 20% del mercato). Le emissioni di interesse, ovvero con valore nominale inferiore o uguale a € 50 milioni, risultano avere un taglio medio pari a € 9,1 milioni: circa il 54% risultano essere emissioni di taglio inferiore o uguale a € 5 milioni (fig. 3.3 (a)) e stando ai dati è proprio qui che si concentrano le emissioni delle PMI il cui controvalore nominale medio è pari a € 6,678 milioni. Il numero di

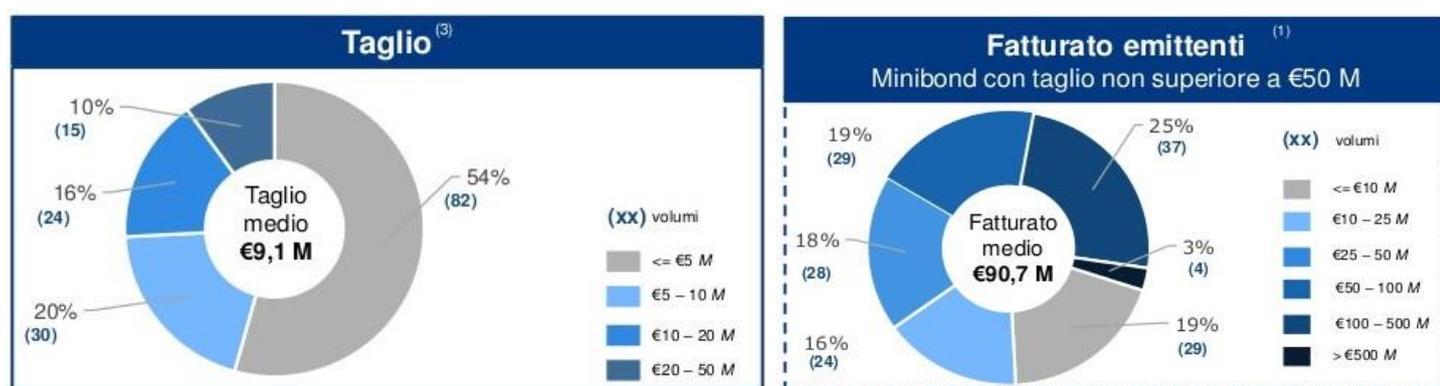


Figure 3.3(a) e 3.3 (b). Fonte: www.minibonditaly.it

emissioni appartenenti alla fascia in questione sta conoscendo inoltre un trend positivo di crescita: il 2015 si è caratterizzato per un aumento delle emissioni fino a € 2 milioni e di quelle comprese fra € 2 milioni e € 5 milioni, nel secondo trimestre 2016, ben 4 delle 10 emissioni registrate hanno un taglio inferiore a € 1 milione. Tuttavia la presenza delle PMI nella fascia sembra essere ancora poco rilevante e ciò si evince semplicemente osservando che il fatturato medio degli emittenti rimane ancora piuttosto elevato, € 90,7 milioni (fig. 3.3 (b)). Ciò dimostra come le imprese di più piccole dimensioni sembrano mostrare ancora fatica ad accedere al mercato dei mini-bond, esse rappresentano solo il 19% del totale emittenti (fig. 3.3 (b)).

Sulla base dei dati riportati è facile dedurre che, attualmente, in Italia, si è ben lontani dal raggiungere quelle dimensioni, composizione e caratteristiche che il Legislatore avrebbe voluto che il mercato dei mini-bond assumesse. La presenza delle PMI, che ci si aspettava sarebbe aumentata a seguito dagli interventi normativi, continua ad essere poco rilevante, anche tra le emissioni di taglio inferiore/uguale a € 50 milioni. Quasi paradossalmente quegli strumenti che avrebbero dovuto essere una valida alternativa di finanziamento per le PMI, con accesso 'liberalizzato' dai Decreti Italia, sembrano attrarre più le imprese di dimensioni grandi che di piccole.

3.2 Il mercato potenziale individuato da Cerved group e Crif

Abbiamo più volte ribadito nel corso del precedente paragrafo quanto ancora limitato sia il numero delle PMI sul mercato dei mini-bond. Fino ad oggi, infatti, solo 65 PMI (55 escludendo le finanziarie) hanno approfittato dell'opportunità di raccogliere capitale di debito, numero insignificante se si pensa che in Italia le imprese con meno di 50 addetti sono 4,4 milioni e che generano il 40% del valore aggiunto⁹¹ nazionale. Tuttavia, come ben noto, non tutte avrebbero le carte in regola previste dalla normativa per emettere mini-bond; sono infatti espressamente richiesti requisiti oggettivi specifici, che escludono automaticamente dal mercato potenziale le micro-imprese e le banche, ai quali si aggiungono ulteriori requisiti qualitativi e quantitativi che sono state già esposte nel precedente capitolo. Ma allora quali e quante sono le imprese che soddisfano i requisiti per emettere mini-bond? Alcune tra le più importanti Agenzie di *rating* nazionali hanno svolto delle indagini al fine di individuare concretamente il mercato potenziale di società di capitali adatte ad emettere mini-bond. Tali indagini, sono estremamente utili per avere un'idea generale del volume di imprese che sono, a tutti gli effetti, potenzialmente 'candidabili' e così comprendere qual è il potenziale di sviluppo della filiera dei mini-bond.

Il bacino di possibili emittenti individuato dall'Agenzia di *rating* Cerved Group, è stato definito in base agli scoring e ai *rating* assegnati dal gruppo attivo nel business information. Tra i requisiti utilizzati per individuare le imprese candidabili vi sono: un fatturato compreso tra €5 e €250 milioni, sicurezza e di solvibilità dal punto di vista finanziario, esposizione verso le banche per 140 miliardi. L'analisi così condotta ha portato Cerved Group ad individuare un parterre di circa 156 mila imprese. Tra queste il 22% ovvero 34.300 sono imprese considerate *investment grade* e *sub investment grade*, e quindi con i requisiti per accedere a questi strumenti obbligazionari. Per la maggior parte si tratta di PMI che non superano i 50 milioni di ricavi (31 su 35 mila): 15,5 mila quelle con fatturato tra 5 e 10 milioni di euro (il 44% delle "papabili"), 11,1 mila quelle con giro d'affari tra i 10 e i 25 milioni (32%) e 4 mila tra i 25 e i 50 milioni (11,5%). Riguardo al grado di rischio, il profilo delle aziende che possono essere prese in considerazione per l'emissione di bond quotati si fa ancora più variegato. Circa 21 mila di queste rientrano in un'area di solvibilità. Hanno cioè un *rating*, secondo il sistema Cerved, compreso tra le classi B1.1 e B1.2. Tradotto: buona capacità di onorare i propri debiti ma con alcuni elementi di fragilità. Le altre 14 mila società sono invece raggruppate in un'area di sicurezza, con una valutazione compresa tra l'eccellenza (A1.1, soltanto 22 imprese) e la classe A3.1 (7,5 mila aziende). In termini di indebitamento, le aziende potenzialmente in grado di offrire questi titoli sul mercato non sono esposte, nella maggior parte dei casi (31,6 mila società), per più del 50% dell'attivo patrimoniale⁹².

⁹¹ Dati del censimento raccolti dall'ISTAT

⁹² M. Di Lucchio, "Imprese, tutti i numeri dei minibond. Chi sono le pmi potenzialmente interessate", Corriere della Sera, 16 novembre 2013

Criteri più restrittivi, che limitano maggiormente il campo, sono stati invece adottati dall'agenzia di *rating* Crif. Secondo quest'ultima, nella prima edizione dello studio del 2013, erano circa 10 mila le società di capitali in possesso dei requisiti per l'emissione di queste obbligazioni. Ovvero quelle con ricavi di almeno €5 milioni, EBITDA sempre positivo negli ultimi tre anni, EBITDA/Fatturato maggiore del 10% nell'ultimo esercizio, e leva finanziaria non superiore a 4 (intesa come rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto). Nel 2014 Crif Rating Agency ha proposto una seconda edizione dello studio adottando criteri ancor più stringenti per individuare le società di capitali potenzialmente accessibili al mercato dei mini-bond. Tra i requisiti adottati figuravano: fatturato di almeno €10 milioni, EBITDA sempre positivo negli ultimi 3 anni e pari ad almeno il 7% del fatturato nell'ultimo esercizio, una leva finanziaria non superiore a 3 e un rapporto tra posizione finanziaria netta (PFN) e EBITDA non superiore a 4⁹³. Al termine dell'indagine Crif ha individuato 7.892 società di capitali in linea con i quattro requisiti richiesti. Circa l'80% di queste imprese ha un fatturato inferiore a € 50 milioni ed è dunque perfettamente in linea con la definizione di PMI secondo i parametri indicati dalla Commissione Europea (che comunque tengono conto anche di altri aspetti come il numero dipendenti ed il volume dell'attivo). Solo il 10% del totale, invece, presenta un fatturato superiore ai 100 milioni di Euro. Il 78% delle società si caratterizza per un trend di fatturato in crescita o comunque stabile negli ultimi 2 anni. Un'ulteriore considerazione che emerge dallo studio di CRIF Rating Agency riguarda la Capital Expenditure (CAPEX, ovvero gli investimenti in asset durevoli): il 66% delle imprese individuate come potenziali emittenti di mini-bond presentava un trend in crescita del CAPEX negli ultimi due anni (con una variazione positiva maggiore del 10% delle immobilizzazioni sul totale attivo risultante dalle ultime tre annualità di bilancio). La quota arriva al 72% del totale per le imprese con fatturato superiore ai 100 milioni di Euro. Ciò denota una significativa propensione agli investimenti, in particolare quelli di medio-lungo termine e questo rappresenta un elemento di grande rilievo per accedere ai mercati del debito. Infine, al netto di una piccola parte di imprese (pari all'8% del totale) con un rapporto tra PFN ed EBITDA compreso tra 3 e 4, la maggioranza delle imprese in target presenta un rapporto PFN/EBITDA su valori più contenuti mentre un'azienda su due (il 48%, per la precisione) è addirittura "cash", cioè senza debiti finanziari netti.

Da tutto ciò si evince che quasi tutte le imprese individuate sembrano possedere i presupposti per accedere a nuove risorse finanziarie, a maggior ragione se queste devono essere utilizzate per sostenere piani di sviluppo. Piani che, per altro, per una parte non trascurabile di queste società potranno essere sostenuti, anche se in parte, con la propria capacità di autofinanziamento⁹⁴.

⁹³ È un indicatore tipicamente utilizzato nei mercati finanziari per rilevare approssimativamente il tempo (anni) necessario ad un'azienda per ripagare i debiti finanziari netti (PFN) sulla base del reddito al lordo di ammortamenti, interessi e tasse (EBITDA o MOL).

⁹⁴ http://www.crif.it/News/Comunicati-stampa/Pages/Studio-imprese-mini-bond-CRIF-Rating_Agency.aspx

Infine i criteri ancor più stringenti sono stati adottati da Prometeia⁹⁵, la quale delimita il perimetro delle *eligible* a sole 1.400 imprese, che devono presentare una serie di caratteristiche, tra cui fatturato superiore a un milione di euro, tassi di sviluppo del 5% all'anno nell'ultimo triennio e capitalizzazione del 35%⁹⁶.

Qualsiasi sia l'indagine alla quale s'intende attribuire maggior fiducia è evidente che, in questa congiuntura, le piccole imprese che presentano i requisiti per emettere mini-bond sono molte. Tuttavia proprio il segmento del mercato delle obbligazioni di piccola taglia collocate da emittenti di piccole dimensioni stenta ad affermarsi. Sarebbe opportuno, a questo punto, cercare di comprendere le motivazioni alla base del suo difficile sviluppo.

3.3 Analisi delle criticità che bloccano l'emissione di mini-bond delle imprese di piccole e medie dimensioni

La massa critica che non riesca a decollare sul mercato di mini-bond è quel segmento di piccole imprese con fatturato che si aggira attorno ai € 10 milioni. La grande importanza che viene riservata a queste ultime deriva dal fatto che, seppur piccole, sono molto numerose e rappresentano il 'cuore' della produttività italiana. Esse hanno un'importanza economica più che proporzionale rispetto al loro peso e costituiscono il principale motore della crescita di occupazione (basti pensare che le micro assorbono il 45,8% degli occupati, le piccole il 21,1% e le medie il 12,7% degli occupati⁹⁷). Le PMI sono i motori in cui si crea e diffondono innovazione e conoscenza e sono in grado di sfruttare le sinergie offerte dal territorio, la loro struttura maggiormente flessibile le rende adatte a cogliere le nuove opportunità di mercato attraverso innovazioni incrementali⁹⁸. Il livello di competizione sempre più elevato, richiede, tuttavia, una maggiore capacità delle imprese di essere in grado di effettuare importanti investimenti finanziari e commerciali al fine mantenere i livelli di vantaggio competitivo acquisiti. Ciò motiva la necessità di trovare piani di finanziamento incentivanti, attraverso regole semplici ed efficaci che limitino gli oneri amministrativi e fiscali, affinché esse decidano di affacciarsi con più determinazione sui mercati di capitale. Sulla base dell'esperienza nazionale, è possibile dedurre, tuttavia, che le semplificazioni previste dal quadro normativo per gli emittenti si sono mostrate la condizione necessaria, ma non sufficiente, per assicurare un adeguato sviluppo del mercato. Nonostante l'evoluzione normativa degli ultimi anni, infatti, residuano ancora delle criticità che continuano a bloccare la diffusione dei mini-bond. Esse sono riconducibili, da un lato, ad una serie di elementi obiettivi e comportamentali radicate nella cultura e nel *modus operandi* delle PMI e che le rendono ben lontane dall'assumere le sembianze di un emittente tipo di mini-bond; dall'altro, aspetti del

⁹⁵ Prometeia è un'associazione per le ricerche econometriche che nasce nel 1974 da un gruppo di economisti dell'Università di Bologna. Vengono svolte delle ricerche ed analisi di macroeconomia e buona parte del lavoro consiste nel fare previsioni sull'economia italiana ed internazionale, utilizzando come strumenti modelli econometrici sviluppati da loro stessi.

⁹⁶ M. Di Lucchio, "Imprese, tutti i numeri dei minibond. Chi sono le pmi potenzialmente interessate", Corriere Della Sera, sezione Economia, 16 novembre 2016. Op.cit.

⁹⁷ L. di Maio, "Quante piccole e medie imprese in Italia?", Pagella politica, 3 agosto 2015

⁹⁸ A. Renda e G. Lucchetta, "L'Europa e le Piccole e Medie Imprese: come rilanciare la sfida della competitività", Dipartimento Politiche Europee, Presidenza del Consiglio dei Ministri, 2013

processo di emissione di mini-bond che tendono a svantaggiare le PMI. Le prime sono maggiormente difficili da rimuovere in quanto da sempre espressione della natura delle imprese di dimensioni più piccole e da sempre motivo di difficoltà di accesso al credito; rimuoverli dovrebbe significare assecondare un profondo mutamento culturale delle imprese stesse. Le seconde, invece, possono essere più facilmente rimosse attraverso interventi volti a snellire il processo. Ma quantunque si riesca attraverso interventi ad eliminare la seconda tipologia di criticità, realizzare un soddisfacente sviluppo di questo nuovo importante segmento di mercato sarà possibile solo accompagnandoli con quel un profondo mutamento culturale richiesto alle imprese stesse di cui sopra.

Tra gli elementi frenanti che da sempre caratterizzano le PMI figurano:

- scarsa internazionalizzazione;
- scarsa competitività;
- limitata propensione agli investimenti in ricerca e sviluppo;
- sistemi di *governance* poco sofisticati e scarso livello di managerialità;
- struttura finanziaria debole (banco-centrismo essenziale, ricorso al credito a breve termine, sottocapitalizzazione);
- debolezza nella gestione dell'area finanza;
- inesistenza di sistemi di pianificazione e controllo;
- vulnerabilità (numeri elevati di procedure concorsuali aperte o in procinto di esserlo);
- scarso corredo informativo per i mercati.

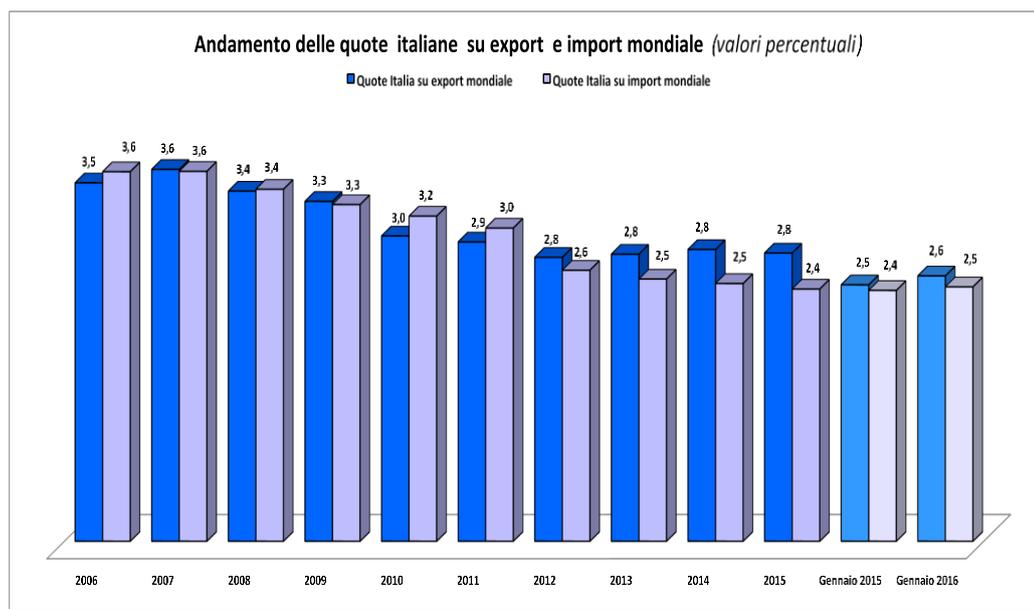
Tra gli aspetti legati invece al processo di emissione vi sono:

- liquidità bassa nel mercato secondario;
- limitato interesse degli investitori istituzionali sotto una certa soglia;
- elevati livelli di *disclosure* di dati finanziari richiesti;
- non obbligatorietà del ricorso al giudizio di rating;
- costi di emissione e di gestione;
- modalità di rimborso poco flessibile;
- i *covenants*;
- tempi di raccolta dei capitali;

- accesso esclusivo dal lato della domanda soli investitori istituzionali.

3.3.1 Le criticità insite nella natura stessa delle PMI

La scarsa internazionalizzazione Uno dei requisiti qualitativi richiesti che fanno di un'impresa una valida emittente tipo di mini-bond è la vocazione all'internazionalizzazione. Le imprese italiane, tuttavia, sono tendenzialmente poco proiettate sui mercati esteri e molto più concentrate sui mercati domestici, presentando, di fatto, un'internazionalizzazione produttiva inferiore rispetto alla media Ue. Come riportato dai dati del Fondo Monetario internazionale, già a partire dal 2010 l'Italia ha cominciato a perdere quote sull'export mondiale passando da una posizione che la vedeva al 7° posto negli anni antecedenti, all'8° (fig. 3.4). Ad oggi, sebbene la quota italiana sull'export mondiale sia rimasta stabile attorno al 2,7% ca. (fig.3.4) dal 2012 in poi, l'Italia ha continuato a perdere posizioni retrocedendo, a gennaio 2016, al 12° posto come esportatore a livello mondiale. Gli ostacoli all'internazionalizzazione che le PMI dichiarano di rilevare sono innanzitutto di natura esterna: la difficoltà di accedere al credito e trovare finanziamenti esterni, lo scarso supporto delle istituzioni e la loro piccola dimensione che le rende meno preparate ad affrontare gli elevati costi e rischi legati all'insediamento produttivo all'estero, limitandone la capacità di proiezione internazionale. Tra gli svantaggi di natura oggettiva figurano le scarse competenze manageriali che spesso impediscono l'accesso al credito finalizzato a progetti di espansione all'estero. A tali limitazioni si aggiungono reali carenze delle PMI nell'approccio all'internazionalizzazione come: mancanze nello studio e nella conoscenza dei mercati, orizzonti troppo corti rispetto agli investimenti necessari, la mancanza di una visione strategica di medio-lungo termine relativa al proprio posizionamento e alla penetrazione sul mercato, scarsa capacità di uscire dalla logica del 'giorno per giorno', scarsa sinergia con le altre imprese da poter sovrastare il limite delle dimensioni, limitate capacità manageriali ed una visione troppo semplicistica degli aspetti competitivi necessari ad una concorrenza internazionale⁹⁹. La realtà della globalizzazione, il calo del



mercato domestico registrato negli anni della crisi, la rapida diffusione di tecnologie moderne, devono rappresentare per le PMI uno stimolo all'internazionalizzazione come ingrediente imprescindibile per la loro sopravvivenza. Sebbene le più attente

⁹⁹ A+NETWORK Senior Management Consultants, "Internazionalizzazione: scelta obbligata per valorizzare la competitività delle PMI italiane?", II A+Forum, Fondazione Alma Mater, novembre 2013

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gennaio 2015	Gen- naio 2016
Quote Italia su export mondiale	3,5	3,6	3,4	3,3	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,5	2,6
Posizione Italia su export mondiale	8°	7°	7°	7°	8°	8°	9°	10°	8°	10°	11°	12°

Figura 3.4. Fonte: elaborazioni Osservatorio Economico Ministero Sviluppo Economico su dati FMI-DOTS giu. 2016

hanno ormai compreso che l'internalizzazione è un ingrediente non sottovalutabile ai fini della loro continuità sul mercato, non tutte hanno pienamente messo a fuoco che l'internazionalizzazione deve essere una soluzione strategica, strutturata e stabile nel tempo e che pertanto richiede rigorosità e strumenti adeguati. L'uso dell'internalizzazione come alternativa 'temporanea' alla crisi del mercato domestico non ha futuro.

Scarsa competitività L'Italia da troppi anni sta perdendo la sfida alla competitività. Le porzioni di mercato tradizionalmente servite dalle nostre PMI si stanno gradualmente riducendo. Questo perché le imprese italiane sono sempre più esposte alla concorrenza di competitor internazionali al quale si accompagna una progressiva maturità di settore intrinsecamente legata ai settori tipici dell'economia italiana, aggravata dalla crisi economica internazionale, da un contesto industriale, ancora incapace di supportare la competitività aziendale, e da un modello industriale – quello del distretto – che sembra aver fatto il suo tempo, avendo in particolare contribuito all'affermazione di una dimensione d'impresa oggi troppo piccola per affrontare le nuove sfide competitive¹⁰⁰. Tutto ciò può risultare in una progressiva selezione delle nostre PMI e in una drastica riduzione della performance aziendale. Secondo le valutazioni del World Economic Forum riportate nel Global Competitiveness Report 2015-2016 l'Italia figurerebbe al 43° posto tra Kazakistan e Lettonia, comunque in salita rispetto al 49° posto assunto nel 2014, ma in discesa rispetto al 2013 quando assumeva il 42° posto. Ciò significa che l'Italia è poco competitiva perché poco attrattiva per l'attività di impresa. A pesare molto in termini negativi sul nostro posizionamento sono il basso livello di produttività, la scarsa efficienza e flessibilità del mercato del lavoro, la fragilità delle istituzioni di governo e del mercato finanziario, il difficile accesso al credito e al mercato dei capitali, l'incidenza di tasse e imposte e le politiche macro-economiche. A ciò si aggiunge una bassa competitività anche in termini di qualità del contesto industriale. Come ci ricorda il rapporto Ease of Doing Business 2016 della World Bank, l'Italia si colloca al 45° posto nella facilità di fare impresa, posizione nettamente inferiore rispetto ai principali paesi della zona UE (l'Inghilterra figura al 6° posto, la Germania al 15° posto, la Francia al 27° e la Spagna al 33°) soprattutto per via dell'alta burocrazia nell'attivare nuove imprese e ottenere permessi, nell'accesso a utilities e fonti di energia e nel far valere i contratti. Anche l'agenzia di rating mondiale Moody's definisce le PMI italiane come poco competitive, "troppo deboli e ferme al 2008" in un Report in cui mette a confronto le PMI europee¹⁰¹. Ad avvalorare la tesi i tassi di mortalità superiori dell'1% rispetto a quelli di natalità e il ritmo di decrescita delle sofferenze delle PMI considerato "troppo lento" da Moody's. Secondo il professore

¹⁰⁰ Fernando Alberti, "Perché l'Italia sta perdendo la sfida della competitività?", My Solution, sezione Post, 23 luglio 2013. www.mysolutionpost.it

¹⁰¹ C. De Cesare, "Moody's bocchia le Pmi italiane: troppo deboli", Corriere Della Sera, 27 aprile 2016

Minichelli di strategia e imprenditorialità alla Bocconi e esperto in PMI e imprese familiari “Le pmi italiane hanno scontato negli anni la completa esposizione al sistema bancario e la totale chiusura a qualsiasi altro tipo di finanziamento, al contrario degli altri Paesi in cui si è diffuso più velocemente il private equity e il venture capital. Ma non solo- aggiunge il professore- per tanti anni ci siamo vantati del “piccolo è bello” senza pensare all’internazionalizzazione e alla diversificazione del rischio. E così le nostre imprese, tutte concentrate a investire sull’Europa, una volta che la crisi ha colpito proprio il Vecchio Continente ne sono rimaste praticamente travolte”.

Limitata propensione verso gli investimenti in ricerca e sviluppo. Nonostante il protrarsi degli effetti della crisi degli ultimi anni e la globalizzazione abbiano fatto sentire l’esigenza di aumentare gli investimenti in innovazione per permettere alle imprese italiane di competere sui mercati nazionali ed internazionali, dal Global Innovation Index 2015 è possibile evincere che l’Italia, posizionata al 31° posto a livello mondiale e al 21° a livello europeo, continua a presentare una propensione all’investimento in ricerca e sviluppo ancora poco intensa. Pur osservando una lieve ripresa degli investimenti nel 2015, la spesa totale in R&S si è infatti attestata ad un livello dello 0,7 % del PIL a fronte di una media Ue pari all’1,3 %. Se da un lato la competitività dell’economia dipende dalle performance delle PMI, dall’altro si rivela che le sfide poste dalla globalizzazione potrebbero finire per schiacciarle. La globalizzazione, infatti, impone alle imprese l’adozione di strategie per produrre innovazioni in tempi rapidi e ravvicinati al fine di soddisfare una domanda sempre più frammentata e instabile, richieste che pongono le piccole imprese in una condizione di sostanziale svantaggio rispetto alle più grandi. Le imprese di più grandi dimensioni, infatti, presentano una maggiore capacità di assorbire i costi d’investimento, minori costi di coordinamento ed una struttura organizzativa complessa e formalizzata che consente di raggiungere il livello di codificazione e standardizzazione delle procedure richieste dalle nuove tecnologie. A ciò si aggiunge che la minore propensione all’innovazione delle imprese può essere associata ai diversi fattori che, con riferimento all’Italia, possono rendere meno desiderabile specialmente per le piccole imprese un aumento dimensionale, tra questi l’elevata pressione fiscale e alti livelli di evasione¹⁰². In ogni caso, i dati riportati da soli non consentono di dar conto dell’effettiva dimensione del gap del sistema produttivo italiano rispetto a quelli stranieri, occorre infatti sottolineare che le imprese di piccole dimensioni spesso sostengono costi per l’innovazione senza registrarli. Come rileva Butera “nelle PMI si sviluppa innovazione, ma essa viene concepita ancora come un processo quasi gestionale, non imputato a investimenti e prevalentemente all’interno dell’impresa” inoltre le PMI si caratterizzano per una capacità inferiore di registrare marchi e brevetti. La scarsa predisposizione delle PMI ad investire in progetti con ritorni a medio-lungo termine risulta dalla semplice analisi della tipologia di emissioni effettuate sul mercato dei mini-bond. Le PMI tendono ad emettere mini-bond con scadenze frequentemente più ‘brevi’ rispetto alle imprese più grandi. Una breve durata non permette di godere dei ritorni economici e finanziari di progetti volti a generare

¹⁰² Banca d’Italia, “Relazione annuale della Banca d’Italia 2015”, 31 maggio 2016

crescita produttiva e commerciale. È evidente che molte delle emissioni di PMI vengono destinate a ristrutturazione del circolante piuttosto che a finanziare progetti di crescita, complice è la finanza d'impresa nell'ambito delle PMI, la quale spesso tende a non distinguere la finanza sul circolante da quella destinata agli investimenti.

Sistemi di governance poco sofisticati e scarsi livelli di managerialità Il tessuto produttivo italiano si è da sempre caratterizzato per una elevata presenza di imprese a carattere familiare. È ben noto che una struttura aziendale di questa tipologia è associata a forme di controllo di tipo familiare o assoluto che limitano l'entrata di nuovi capitali per la crescita, l'apertura a soci esterni e la formazione di regole codificate e di meccanismi di controllo esterno vincolanti, a tutela di finanziatori esterni. Spesso il manager aziendale è lo stesso proprietario, tra gli azionisti della società vi sono forti legami famigliari, i ruoli chiave della gestione aziendale sono ricoperti oltre che dal proprietario, da parenti diretti di quest'ultimo, l'assetto proprietario a carattere familiare si propaga anche attraverso il ricambio generazionale. Tutto ciò non è privo di importanti conseguenze. Le imprese italiane soffrono di vincoli di natura culturale spiegabili con una forte avversione al rischio che determina da un lato una gestione accentrata e una chiusura a possibili scenari competitivi, dall'altro una patrimonializzazione limitata di tipo tradizionale (Accetturo et al. 2013). Non è raro trovare barriere culturali ed organizzative al cambiamento e all'innovazione che limitano la crescita. Spesso e volentieri i proprietari presentano gravi gap di competenze manageriali, ma la scarsa contendibilità delle imprese impedisce la possibilità che il controllo cambi quando la gestione strategica non ottenga i risultati auspicati. Le sfide competitive della globalizzazione, il passare del tempo, il faticoso tentativo di ripresa dell'economia, hanno fatto luce su alcune zone oscure delle imprese familiari: limitata capacità gestionale, scarso livello di managerialità e visione strategica, scarsa competitività e scarsa flessibilità.

Struttura finanziaria debole: il banco-centrismo essenziale, il ricorso al credito nel breve termine e la sottocapitalizzazione Il limitato apporto di capitale proprio, il basso livello di autofinanziamento da utili netti, l'eccessivo indebitamento verso le banche, l'esiguo ricorso al mercato dei capitali e di debito, il ricorso prevalente a finanziamenti a breve termine rappresentano le principali criticità della gestione finanziaria delle PMI. Onida nel 2002 parla, riferendosi alle PMI, di "imprese che continuano ad essere

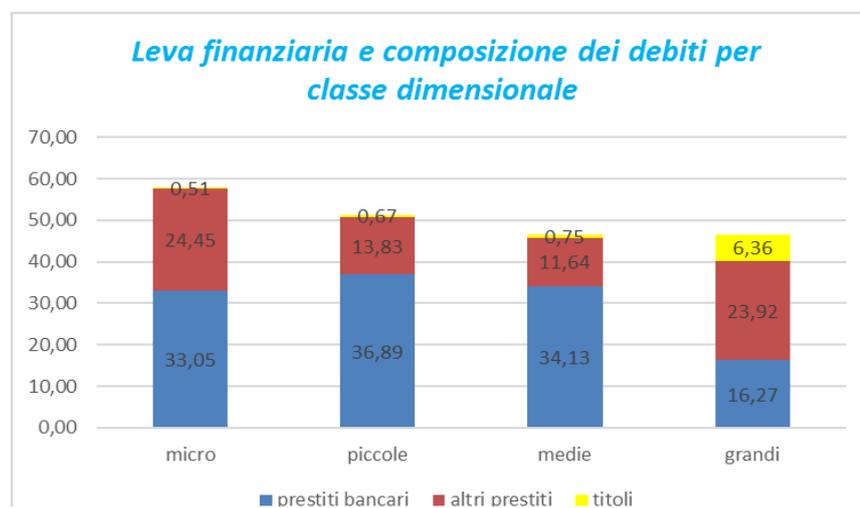


Figura 3.5. Fonte: Banca d'Italia 2015

sottocapitalizzate, troppo dipendenti da debito bancario a breve, riluttanti ad aprire quote di proprietà ad investitori esterni per timore di perdere il pieno controllo strategico e operativo, diffidenti nei confronti dei mercati finanziari e nei vincoli di trasparenza del bilancio imposti dalle regole degli investitori istituzionali". Stando ai dati

riportati dalla Banca d'Italia nella Relazione Annuale 2015, dopo la crisi e il *credit crunch*, la situazione delle imprese più piccole sembra essere immutata. Negli ultimi due anni le imprese italiane si stanno muovendo verso un graduale riequilibrio la loro struttura finanziaria grazie a nuovi flussi di capitale, la progressiva diminuzione dei debiti finanziari e l'incremento del valore del patrimonio. Ciò non avviene nelle imprese di piccola dimensione, dove la leva (fig 3.5) continua ad essere molto elevata. Per queste ultime la dipendenza dal canale bancario è sempre stato e rimane un tratto strutturale che si accompagna a un deficit nello sviluppo del mercato azionario ed obbligazionario italiano. Ne è un chiaro esempio il fatto che, nonostante la crescita osservata negli anni della crisi finanziaria, le obbligazioni si confermano una fonte di finanziamento rilevante solo per le grandi imprese. Nel caso di aziende di piccola o media dimensione, il ricorso al mercato è ostacolato, oltre che dalla preferenza per il canale bancario, dalla minore disponibilità di informazioni sull'impresa e dagli elevati costi fissi di emissione. L'estensione dei vantaggi fiscali ai titoli delle società non quotate (mini-bond) ha contribuito a ridurre tali costi, favorendo un aumento dei collocamenti. Tra il 2012 e il 2015 le PMI emittenti di mini-bond, sono state 65. Tuttavia la scarsa conoscenza da parte delle imprese degli strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario continua a costituire un freno allo sviluppo di questo mercato: secondo l'indagine Invind, nel 2015 quasi il 40 per cento delle imprese non conosceva le agevolazioni fiscali introdotte dalla normativa sui mini-bond¹⁰³. La modesta conoscenza da parte delle PMI delle forme tecniche, dei finanziamenti innovativi e degli strumenti del parabancario, spesso porta a scelte finanziarie non appropriate o addirittura nocive (è ancora tutt'altro che infrequente assistere a investimenti di lungo periodo supportati da linee di credito bancarie di breve periodo). Le PMI continuano a mostrare una forte propensione a finanziarsi mediante prestito bancario (fig.3.5), nello specifico quello a breve termine. La prevalenza dei debiti bancari a breve costituisce una minaccia per le piccole imprese a causa della forte incidenza degli oneri finanziari che mina l'equilibrio della gestione e acuisce la fragilità finanziaria. L'eccessivo indebitamento, infatti, aumenta la probabilità della leva finanziaria negativa ($Roi < \text{oneri finanziari}$) e, quindi, di ulteriore ridimensionamento del Roe (utili netti/capi-tale proprio)¹⁰⁴.

Il rapporto banca-impresa in Italia è inoltre contraddistinto da elevata frammentazione: le PMI italiane hanno in media rapporti con più di 5 banche. Ciò comporta scarsa personalizzazione dei servizi erogati e scarsa fidelizzazione del cliente. Non per nulla i giudizi che le PMI esprimono nei confronti delle banche sono tutt'altro che lusinghieri. Esse lamentano l'elevato costo del credito, le modalità di erogazione del credito (slegate dai piani d'investimento e legate alla presenza di garanzie), la limitata capacità delle banche di proporsi come *partner* con ruolo propositivo e di supporto, la bassa diversificazione dei servizi offerti.

Alla struttura finanziaria banco-centrica si aggiunge la forte sottocapitalizzazione delle PMI italiane, termine che sta ad indicare la larga prevalenza dei debiti rispetto al capitale proprio delle imprese. La causa di tale fenomeno va ricercata negli incentivi all'indebitamento presenti in Italia. Una forte imposizione fiscale sui

¹⁰³ Banca d'Italia, "Relazione annuale della Banca d'Italia 2015", 31 maggio 2016

¹⁰⁴ A. Ricciardi, "La gestione finanziaria delle PMI: criticità e possibili soluzioni", Amministrazione&FINANZA, 1/2009.

redditi aziendali accresce i vantaggi dell'indebitamento rispetto ad altre forme di finanziamento, per effetto della deducibilità degli interessi. In Italia le alte aliquote fiscali consentono alle imprese di dedurre dall'imponibile un ammontare di oneri finanziari maggiore che altrove. Ciò contribuisce allo sfavorevole divario di *leverage* delle imprese italiane rispetto a quelle europee¹⁰⁵. Il tema della patrimonializzazione è cruciale in quanto direttamente correlato con il costo del debito. La limitata presenza di capitale sociale è sintomo di scarsa affidabilità, ciò dipende dalla forte correlazione tra default aziendali e livello di patrimonializzazione delle imprese, per cui, *ceteris paribus*, le imprese sotto-patrimonializzate risultano più rischiose delle altre¹⁰⁶. Così un elevato rapporto debiti/ patrimonio netto rappresenta un elemento di rischio per un eventuale finanziatore di non veder rimborsato il proprio credito che proprio per compensare tale rischio sarà disposto ad erogare finanziamenti solo a tassi molto elevati¹⁰⁷.

La debolezza della gestione finanziaria La maggior parte delle PMI, specialmente quelle di più piccole dimensioni, non dispone di una funzione finanziaria autonoma gestita dal direttore finanziario. L'area finanza risulta solo in parte formalizzata e i contenuti operativi della gestione finanziaria sono riferiti prevalentemente alla gestione dei rapporti con le banche affidanti. L'operazione di raccolta delle risorse, di investimento e di relazione con gli intermediari sono accentrate tendenzialmente nella direzione amministrativa o nelle mani degli amministratori. Significativa e importante può presentarsi la figura del commercialista dell'impresa all'interno dei rapporti con il sistema bancario. L'attività finanziaria è in molti casi coordinata da quest'ultimo, in funzione con ogni probabilità delle scelte fiscali¹⁰⁸. La situazione cambia all'aumentare delle dimensioni d'impresa. Tra le imprese di medie dimensioni, infatti, è possibile già rilevare la presenza di un direttore finanziario che si occupa in maniera specifica della funzione finanza. Generalmente, però, è un dato di fatto che, all'interno delle PMI, si tende a dare minore importanza all'area finanza (come anche a quella marketing) concentrando l'attenzione più sull'area produzione o sull'area commerciale. Gli aspetti finanziari non vengono gestiti in maniera strategica, ci si preoccupa di ottenere finanziamenti idonei per soddisfare esigenze di capitale circolante e fabbisogno a breve piuttosto che per finanziare la crescita di medio-lungo termine. Si tende a confondere la finanza sul circolante con quella destinata agli investimenti. Bisognerebbe muoversi verso strutture finanziarie più equilibrate, avvicinarsi alle scelte di finanziamento in maniera più ingegnosa puntando a beneficiare di tutti i vantaggi che una maggiore diversificazione può portare in vista della concreta realizzazione di obiettivi di crescita. Ad esempio, preparare le imprese ad eccedere ai mercati dei capitali di debito per emettere mini-bond a sostegno dei propri investimenti, porta con sé non solo la possibilità di realizzare gli stessi, ma anche di ottenere tutti gli effetti positivi che possono derivare dall'emissione e che non vanno sottovalutati. Essi riguardano:

¹⁰⁵ Fabio Panetta, "Un sistema finanziario per la crescita", intervento nel Convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?" organizzato da The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014, Op.cit.

¹⁰⁶ R.Santella, R.Oriani, "Il finanziamento delle Piccole e Medie Imprese italiane tra *credit crunch* e nuovi scenari", Quaderni di ricerca sull'artigianato, 3/2014

¹⁰⁷ P. Frattini, "Sottocapitalizzazione aziendale: problemi e debolezze", Obiettivo impresa, Camera di commercio Perugia, 31 dicembre 2011

¹⁰⁸ S. Coselli, "Il comportamento finanziario delle PMI", Camera di Commercio Milano, Riviste, Indice N.59/2002

diversificazione del debito, minore dipendenza dal canale bancario e conseguente attenuazione dei rischi connessi, allungamento della durata media delle fonti di finanziamento delle imprese, stabilità di credito per un periodo medio lungo senza il rischio di richieste anticipate di rientro dalle linee di fido, più favorevoli valutazioni del merito creditizio derivanti dal miglioramento degli equilibri patrimoniali, godimento delle agevolazioni fiscali previste dalle emissioni di mini-bond. Puntare ad una maggiore diversificazione per sostenere i propri progetti d'investimento potrebbe aiutare le imprese ad uscire dal loro assetto bancario, proiettandosi verso il mondo degli investitori professionali ed abbandonando la ristretta cerchia dei finanziamenti limitati ai soli canali 'di famiglia'.

L'inesistenza di sistemi di programmazione e controllo I sistemi di programmazione e controllo sono strumenti di supporto all'attività di direzione dell'impresa in linea con una logica direzionale di tipo razionale-anticipatorio¹⁰⁹. Se correttamente strutturati, ovvero se interrelati con il sistema di pianificazione strategica a lungo termine (del quale ne costituiscono l'attuazione), con la valutazione del personale e misurazione delle prestazioni, con la contabilità analitica e tutti i fattori informativi in genere, i sistemi di controllo direzionale offrono un contributo indispensabile all'organizzazione. Tale contributo si concretizza in: una migliore comprensione dei meccanismi che portano l'organizzazione ad ottenere certi risultati, migliori opportunità di valutare su basi oggettive le performance dei manager e la possibilità di decidere meglio e decidere prima¹¹⁰. In un contesto come quello di emissione di mini-bond, il quale richiede agli emittenti di fornire elevati livelli di *disclosure* tanto nella fase di preparazione quanto nelle fasi successive all'emissione, al fine di monitorare la salute economico-finanziaria dell'impresa, disporre di adeguati sistemi di controllo gestionale potrebbe essere una risorsa fondamentale. Essi permettono infatti alle imprese di disporre in qualsiasi momento di informazioni circa le performance dell'impresa nel suo complesso, delle varie sub-unità che la compongono, dei singoli responsabili e di altri oggetti d'indagine come i clienti, i diversi canali di vendita e tutte le più varie attività e disposizioni poste in essere¹¹¹. Adeguati livelli informativi permettono di implementare la collaborazione tra vertice aziendale e soggetti esterni coinvolti e di ridurre i tempi di collocamento. Spesso, infatti, i tempi di collocamento sono influenzati dalla disponibilità o meno delle informazioni necessarie per effettuare una valutazione adeguata. Migliori informazioni permettono inoltre all'azienda di monitorare e migliorare la propria performance, esser maggiormente apprezzata sul mercato e ottenere giudizi di *rating* più precisi. In definitiva contribuiscono ad assicurare la buona riuscita del collocamento. Seppur consolidati a livello di grande impresa, i sistemi di programmazione e controllo stentano ad affermarsi nelle PMI. Tale fenomeno è figlio di uno stile di gestione, quello della maggioranza delle PMI, che potremmo definire "giorno per giorno" ovvero caratterizzato da un forte orientamento al presente, un processo decisionale destrutturato e tendenzialmente

¹⁰⁹ Una logica direzionale di tipo razionale-anticipatorio porta l'impresa a definire con precisione tanto obiettivi di breve che di lungo periodo, ad assumere un forte orientamento al futuro ed una migliore allocazione delle risorse, ad allargare a più soggetti il processo decisionale e ad ottenere informazioni necessarie per decidere in condizioni di ragionevole certezza.

¹¹⁰ S.Baraldi, A.Cifalinò, P.Sacco, "I sistemi di programmazione e controllo", Giappichelli Editore, Torino, 2011

¹¹¹ www.studiocanuto.com

informale accentrato su poche figure chiave, una cronica mancanza di informazioni idonee a guidare il processo decisionale¹¹². In un contesto del genere la logica che ispira i processi di programmazione e controllo non ha nessuna ragion d'essere e nelle rare occasioni in cui forme di controllo direzionale sono presenti, vengono utilizzate in modo occasionale o superficiale. A livello di piccola dimensione è piuttosto frequente la tendenza a ritenere che il solo bilancio possa essere sufficiente a fornire l'insieme di informazioni necessarie alla gestione. Tuttavia, poiché in tali contesti il bilancio viene spesso redatto utilizzando un'interpretazione delle singole voci secondo un'ottica prettamente fiscalista, esso finisce per fornire informazioni della realtà distorte rispetto a quelle che si avrebbero se fosse stato realizzato in ottica informativa verso eventuali stakeholders o se fossero presenti adeguati sistemi di programmazione e controllo. Il risultato è una sostanziale mancanza di informazioni rispetto alle performance aziendali, un'opaca comprensione di quelli che sono gli obiettivi strategici che si intendono raggiungere, una scarsa allocazione efficiente delle risorse. A tutto ciò si tenta di sopperire facendo affidamento sulle doti di intuito e imprenditoriali delle figure che guidano l'impresa e sulla capacità di risolvere in tempi brevi i problemi aziendali che via via si presentano.

Vulnerabilità: elevati numeri di procedure concorsuali aperte o in procinto di esserlo Il Good Standing dell'impresa emittente è elemento imprescindibile ai fini dell'emissione. La società che si appropria al mercato dei mini-bond non deve essere oggetto di procedure concorsuali o in procinto di esserlo e presentare buoni indici di credito e redditività. La crisi degli ultimi anni ha reso particolarmente vulnerabili le PMI italiane. La contrazione del credito, la rinuncia agli investimenti, la riduzione delle vendite, la contrazione della domanda, l'apertura indiscriminata dei mercati ai competitors hanno provocato una drastica riduzione della redditività e della produttività delle imprese. La struttura produttiva fortemente frammentata dell'Italia, con oltre il 97 per cento di imprese con meno di 20 addetti, è risultata particolarmente vulnerabile alla crisi: tra il 2007 e il 2013 il valore aggiunto delle aziende più piccole si è ridotto del 18%, ben nove punti percentuali in più rispetto alla media complessiva. Ciò significa che la creazione di ricchezza garantita dalla produzione di beni e servizi è continuata a diminuire riducendo gli utili, le risorse finanziarie interne, l'autofinanziamento. La riduzione di autofinanziamento ha creato la necessità di accedere ai finanziamenti esterni aumentando inesorabilmente il rapporto tra indebitamento finanziario complessivo delle imprese ed il relativo valore aggiunto. Tra il 2005 e il 2013 tale rapporto è passato dal 150% a poco meno del 190% peggiorando la sostenibilità del debito delle PMI. In un contesto del genere non bisogna stupirsi se i casi di fallimento, le procedure concorsuali non volontarie e le liquidazioni volontarie sono drasticamente aumentati. La crisi ha innescato un processo di selezione che ha fatto perdere al nostro sistema produttivo, tra 2007 e 2013, 13 mila PMI (il 9% di quelle attive nel 2007). Durante la crisi l'uscita definitiva di aziende dal mercato e l'indebolimento dei processi di natalità e di sviluppo delle nuove imprese nei primi anni di vita hanno prodotto effetti negativi persistenti sulla domanda di lavoro, sull'attività di accumulazione e sul

¹¹² S.Baraldi, A.Cifalinò, P.Sacco, "I sistemi di programmazione e controllo", Giappichelli Editore, Torino, 2011. Op.cit.

potenziale di crescita. Nel 2015, per la prima volta dopo otto anni, si è ridotto su base annua il numero dei fallimenti, che permane tuttavia su livelli più che doppi rispetto a quelli registrati nel 2008. Le notizie riguardo il primo semestre 2016 ci informano che il saldo tra cessazioni (21 mila) ed iscrizioni (13 mila) di imprese è ancora negativo (-12.681 unità) seppur in calo, sono diminuite invece le nuove aperture di procedure fallimentari del 5,4%. Da inizio anno sono 7.343 le imprese fallite, una media di 58 chiusure al giorno. Non poche, soprattutto se considerati i livelli pre crisi. Rispetto al 2009, infatti, i fallimenti sono cresciuti del 59,9%. In una condizione simile è chiaro che poche sono le imprese nelle quali gli investitori potenziali avrebbero sicurezza ad investire.

Scarso corredo informativo per i mercati L'impatto del familismo sulla trasparenza della comunicazione societaria e di bilancio delle PMI è da sempre stata una grande limitazione ai fini delle decisioni di erogazione del credito. La sovrapposizione tra proprietà e governo dell'impresa ha generato nel corso degli anni controlli non adeguati, sistemi di pianificazione e controllo inesistenti o insufficienti, confini incerti tra patrimonio personale e patrimonio sociale, bilanci più o meno opachi e sottocapitalizzazione che si sono risolti in una sostanziale difficoltà di valutazione del merito creditizio delle aziende minori. La maggior parte delle imprese italiane presenta modeste dimensioni. Questa caratteristica unita ad una proprietà concentrata, scarsamente aperta a soggetti esterni, ha fatto sì che la platea di possibili fruitori di informazioni economico-finanziarie di bilancio fosse estremamente ristretta, rendendo documenti come il bilancio stesso utili più per finalità fiscali che per valutazioni economiche. La stessa famiglia avendo cognizione dell'andamento del proprio business per altra via, non si è affidata esclusivamente al bilancio per valutare la propria impresa facendo perdere allo stesso la sua tradizionale connotazione di "rendiconto". A ciò si aggiunge che i rapporti duraturi tra banche e imprese consolidatesi nel corso degli anni non hanno aiutato le imprese a creare set informativi qualitativamente più elevati. Se per finanziare la loro crescita le imprese hanno preferito reperire capitali dalle banche piuttosto che allargare la compagine societaria a soggetti esterni o far ricorso al mercato del debito, dal canto loro le banche, nel passato, piuttosto che valutare accuratamente i profili economici delle iniziative imprenditoriali, hanno concesso credito e si sono tutelate con garanzie personali, oltre che reali sul patrimonio societario e su quello dei soci. In questo modo le banche hanno contribuito negli anni all'espansione creditizia, al consolidamento di un sistema "banco-centrico" limitando e/o eliminando il concetto di rischio creditizio¹¹³. Quando con la crisi del 2007 sono esplose le contraddizioni della struttura finanziaria delle imprese italiane portando con sé l'irrigidimento dell'offerta di credito e facendo esplodere un reale *credit crunch*, diversificare è diventata l'unica scelta valida, ma allo stesso tempo ha posto le imprese di fronte ad una serie di nuovi operatori economici richiedenti livelli di *disclosure* molto più profondi (come è il caso dell'emissione dei mini-bond). D'altronde sono state le banche stesse a diventare più severe, specialmente nei confronti delle PMI. Per erogare prestiti e consulenza hanno iniziato ad esigere dalle imprese maggiore comunicazione e trasparenza, chiedendo di esibire dati chiari e certi sulla situazione

¹¹³ L.F.Mariniello, "Controlli interni ed esterni nelle PMI nella prospettiva di Basilea 2 e degli IFRS", FrancoAngeli, Milano, 2009

aziendale ad imprese che da sempre si sono limitate alla mera trasmissione di set-informativi poveri, e spesso senza nessuna informazioni su strategie, prodotti, mercati o business plan. È chiaro che, in questo nuovo scenario, l'informazione finanziaria di alta qualità deve costituire l'obiettivo di ogni impresa poiché essa è condizione necessaria per promuovere la crescita e la continuità facilitando l'accesso al credito e rendendo più flessibile la struttura proprietaria con l'utilizzo di nuovi mezzi di finanziamento.

3.3.2 Le criticità legate al processo di emissione

L'illiquidità dei titoli I mini-bond sono titoli "illiquidi", essi una volta emessi sul mercato primario, ExtraMOT PRO, non sono negoziati (ma negoziabili) sul mercato secondario. Ciò implica che l'investitore, una volta sottoscritti i titoli di debito, potrà convertire in liquidità il suo investimento solo alla naturale scadenza. Gli investitori consapevoli di ciò ed unitamente alla frequente mancanza di giudizi di *rating* certificati riguardo l'emittente, il piccolo controvalore dell'emissione e l'opacità dei Business Plan, richiedono premi per l'illiquidità e rendimenti molto alti che si fanno ancor più acuti all'aumentare delle scadenze. A volte nemmeno premi di rendimento elevati sono sufficienti ad attirare gli investitori che rinunciano a sottoscrivere mini-bond. L'illiquidità non dovrebbe essere un problema se in Italia ci fossero più investitori con ottica *buy and hold*, di lungo termine. Gli intermediari specializzati, ad esempio, in grado di vagliare in modo approfondito il merito di credito delle aziende minori, potrebbero utilizzare strategie di investimento volte a diversificare i rischi idiosincratici e più orientate su orizzonti di medio-lungo termine facilitando così la riduzione delle difficoltà di accesso al mercato obbligazionario da parte delle PMI.

Al fine di mitigare il problema della liquidità, il legislatore si è posto in modo attivo nel portare a termine iniziative per creare strumenti idonei all'investimento in obbligazioni di imprese non quotate, sotto la forma di *credit funds* nella forma del fondo chiuso. Questo strumento oltre a consentire di convogliare in maniera rapida risorse verso gli emittenti può contribuire alla creazione di un mercato appetibile agli occhi degli investitori, acquisendo dimensioni e liquidità adeguate. Il fondo chiuso, infatti, essendo quotato sul mercato agevola la negoziabilità dei titoli, permettendo così di risolvere in parte il problema dell'illiquidità.

Da non sottovalutare, poi, l'opzione della cartolarizzazione. Il legislatore italiano con il decreto legge Destinazione Italia nel proseguire l'opera di incentivazione dell'utilizzo da parte delle PMI dei mini-bond, ha introdotto la possibilità di utilizzare lo strumento della cartolarizzazione dei crediti nell'ambito dell'operazione di mini-bond. Il vantaggio dell'utilizzo della normativa è rinvenibile nella circostanza che, a differenza della tradizionale operazione di mini-bond, ove un unico soggetto sottoscrive l'obbligazione assumendosi interamente il rischio dell'operazione, nel caso di specie è possibile suddividere il rischio fra una moltitudine di investitori che sottoscrivono gli ABS (Asset Backed Securities), i quali beneficeranno altresì della segregazione del patrimonio della società veicolo. L'operazione definita dalla legge n.130/99, consiste nella cessione, a titolo oneroso, di un portafoglio di crediti pecuniari, da parte del titolare dei crediti, denominato *originator* ad una società cessionaria (definita Special Purpose Vehicle, SPV), la quale reperisce le risorse necessarie per acquisire i crediti mediante l'emissione di strumenti finanziari denominati ABS da

vendere a investitori terzi. L'ABS è in genere quotato sui mercati finanziari¹¹⁴. Oltre ad aumentare la diffusione dell'emissione e della sottoscrizione di mini-bond, la cartolarizzazione è un valido strumento adatto a rendere i mini-bond più liquidi in quanto gli investitori che li acquistano, potranno poi smobilizzarli a seconda delle proprie necessità proprio attraverso la vendita mirata, destinata alle operazioni di cartolarizzazione.

Una soluzione all'illiquidità potrebbe essere, poi, quella adottata dal mercato Bondm tedesco ovvero introdurre la figura di un market maker / liquidity provider. Uno dei motivi di successo del mercato tedesco consiste infatti nella figura obbligatoria del QLP (Quality Liquidity Provider), che fornisce quotazioni nel continuo per ogni bond del segmento durante le ore di negoziazione, assicurando la completa esecuzione degli ordini e la salvaguardia del principio del miglior prezzo. Nel caso di Extramot Pro, questo soggetto è, ad oggi, solo opzionale, poiché il regolamento del mercato prevede la presenza facoltativa di un operatore, anche solo in bid, qualora gli investitori abbiano bisogno di un mercato di scambio o di un pricing ufficiale¹¹⁵.

Limitato interesse degli investitori sotto una certa soglia Un altro problema riguardante l'emissione di mini-bond attiene all'incongruenza tra le taglie di emissione richieste dagli investitori e i prestiti di basso importo unitario che le imprese di più piccole dimensioni intendono collocare. Le piccole imprese, infatti, possono puntare su investimenti di piccole entità, che le rendono bisognose di crediti di basso importo (sulle centinaia di migliaia di euro), ma a medio-lungo termine, per poter beneficiare dei ritorni economici degli investimenti. Importi di piccole dimensioni non sono sufficienti per giustificare un'emissione di mini-bond in un contesto quale quello italiano dove opinione comune è ritenere poco conveniente consigliare emissioni inferiori a €2,5 milioni¹¹⁶ alla luce dei tempi non brevi che occorrono, dei costi fissi non indifferenti, della necessità di consulenze esterne e dei livelli di *disclosure* molto elevati e dove, nonostante non sia stato fissato dalla legge o dal mercato nessun limite alla taglia di emissione, su ExtraMOT fino ad ora il taglio minimo di emissione è stato pari a €1 milione. Alla presenza di elevati costi si somma un altro impedimento: gli investitori istituzionali non hanno interesse a taglie di emissioni sotto una certa soglia. La remunerazione attesa di almeno il 7% annuo e un tasso di default attorno all'1,5% annuo sono elementi che rendono potenzialmente diseconomico gestire portafogli mini-bond inferiori ai 100 milioni¹¹⁷. Alla base di ciò si è consolidata la prassi, tra gli investitori, di puntare su poche operazioni con un *range* compreso tra €5 e €25 milioni da parte di imprese con fatturato tra €10 e €200 milioni¹¹⁸.

¹¹⁴ L. Angelastri, "Cartolarizzazione dei crediti e mini-bond", www.diritto24.ilsole24ore.com, 20 aprile 2016

¹¹⁵ AIDEA-Crif, "Progetto AIDEA-CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi", presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014, www.bebeez.it

¹¹⁶ R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2014.

¹¹⁷ Andrea Greco, "Quei 500 miliardi fermi soffocano le banche il minibond non basta", Repubblica, sezione AFFARI&Finanza, 16 dicembre 2013

¹¹⁸ R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, 2014. Op.cit.

Una soluzione a tale problematica potrebbe essere quella di “impacchettare” più emissioni di soggetti aventi medesime caratteristiche (es. rendimento, garanzie) per raggiungere la massa critica. Data la difficoltà di imprese di più piccole dimensioni di accedere al mercato obbligazionario, nonostante le esemplificazioni ed i vantaggi introdotti dai Decreti Italia, da più parti sta emergendo l’idea di proporre aggregazioni aziendali, bond di distretto che agevolino le emissioni di corporate bond, consentendo alle imprese dello stesso settore o area geografica di associarsi per emettere le obbligazioni. Per rendere concreta tale opportunità sarebbe ovviamente auspicabile che i ‘pacchetti’ di mini-bond venissero supportati da norme *ad hoc* che ne regolino la fattispecie¹¹⁹.

Elevati livelli di disclosure richiesti Il ricorso ai mercati finanziari, attraverso l’emissione di mini-bond, richiede alle imprese un aumento della trasparenza non solo sui bilanci ma anche sui progetti che si intendono finanziare e sui risultati che si intendono raggiungere. Sulla base delle problematiche legate alla trasparenza che attanagliano le PMI (esposte nel paragrafo precedente), si comprende come l’emissione di mini-bond richieda alle imprese una vera e propria svolta nel loro atteggiamento nei confronti del mondo finanziario con il quale bisogna interagire per ottenere i finanziamenti. L’elevata illiquidità dei mini-bond, l’assenza di *rating* certificati, la fragilità delle imprese di più piccola dimensione, porta gli investitori a necessitare di un’approfondita attività di *due diligence* sulla PMI da finanziare, realizzabile solo con una costruttiva collaborazione da parte della stessa, per una valutazione articolata che tenga conto del settore, del posizionamento competitivo, della *corporate governance*, della strategia, della struttura del capitale, degli equilibri economico-patrimoniali-finanziari storici e prospettici. La maggiore *disclosure* viene spesso percepita dalle piccole imprese come lesiva della loro riservatezza gestionale, come una cessione di informazioni segrete più che come un modo per essere correttamente descritte e apprezzate dal mercato. A ciò si aggiunge la pressoché totale assenza all’interno delle PMI di strutture di controllo interno adeguate a reperire, elaborare e trasmettere informazioni tempestive e qualitativamente elevate al mercato. Per aumentare la trasparenza informativa una soluzione potrebbe essere quella di prevedere la possibilità di accreditamento di figure di *Advisor*, agenzie di *rating* e *auditor*, anche di carattere domestico, specializzate, che siano responsabili di valutare, ex-ante, in itinere ed ex-post, le “informazioni quali-quantitative atte ad informare con completezza il mercato sull’evoluzione degli affari”, in modo da rassicurare ed avvicinare i finanziatori al mercato, soprattutto per emittenti poco conosciuti e privi di brand o emissioni di piccole dimensioni¹²⁰.

Costi dell’emissione e della gestione Il costo di una emissione di mini-bond è mediamente superiore rispetto al costo di un finanziamento delle medesime dimensioni concesso da una banca. L’impresa che intende emettere mini-bond deve sostenere costi tanto legati all’analisi della fattibilità dell’operazione quanto costi legati alla gestione dell’emissione. Sebbene i costi di emissione siano comunque deducibili

¹¹⁹ KPMG, “Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi”, www.kpmg.com/it

¹²⁰ AIDEA-Crif, “Progetto AIDEA-CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi”, presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014, www.bebeez.it. Op.cit.

nell'esercizio in cui sono sostenuti, non risulta conveniente consigliare emissioni di importo inferiore a € 2,5 milioni a fronte dei costi fissi che comunque devono esser sostenuti. Tali costi, nella fase che conduce all'emissione, si riferiscono all'insieme degli oneri da sostenere *una tantum* relativi ai diversi soggetti coinvolti (consulenti interni, *Advisor*, società di revisione, *Arranger*, Studio legale, Agenzia di rating, *credit funds*...) ai quali potranno sommarsi i costi dell'eventuale quotazione sui mercati regolamentati (commissioni per l'accertamento dei titoli presso Monte Titoli, commissioni di Borsa). A questi si aggiungono i costi annuali di successiva gestione dell'emissione oltre a quelli legati ai rendimenti dell'emissione. Tra essi figurano: l'aggiornamento del *rating*, i costi di revisione del bilancio, il tasso d'interesse da riconoscere agli investitori. Alla luce degli ingenti oneri che bisogna sostenere appare chiaro che i mini-bond non possano essere un'alternativa al canale bancario per quelle imprese che, per mezzo di essi, intendano soddisfare esigenze di liquidità a breve o ristrutturare i propri debiti. La convenienza o meno dell'emissione va valutata confrontando i costi con il possibile ritorno previsto sugli investimenti che si è deciso di finanziare tramite l'emissione di mini-bond. Proprio il timore di sostenere ingenti costi senza adeguati ritorni, spesso frena il management di molte piccole imprese che seppure avrebbero le carte in regola per emettere mini-bond continuano a preferire la strada del prestito bancario. Ulteriore aspetto frenante è il rischio che l'impresa si debba trovare costretta a sostenere costi di mancato collocamento. È possibile infatti che, una volta imboccata la strada dei mini-bond, nella fase di analisi di fattibilità ci si accorga di condizioni organizzative ed economico-finanziarie che rendono l'impresa non adeguata rispetto ai requisiti minimi richiesti dagli investitori e si debba arrestare l'intero processo.

L'insieme dei costi da sostenere per un'emissione di mini-bond sono riassunti nella tabella seguente.

Tipologia di costo	Ammontare	Periodicità del costo
Tasso d'interesse da riconoscere agli investitori	4%- 9% del capitale collocato	Semestrale rapportato al tasso annuo corrisposto con cedolare fissa
Costi per la consulenza prestata dall'Advisor	1% - 2,5% del capitale collocato	<i>Una tantum</i>
Costi per l'assistenza dell'Arranger	0,5% -1,5% del capitale collocato	<i>Una tantum</i>
Costi per la revisione del bilancio	da €5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato. Da €5.000 a € 15.000 negli anni successivi	Annuale o episodico nel corso della vita del mini-bond
Costi legali	€15.000 - €25.000	<i>Una tantum</i>
Costi dell'Agenzia di rating	€15.000 - €20.000 per una PMI, €40.000 per una società di più grandi dimensioni. €6.000 - € 8.000 per una PMI, € 16.000 per una società di più grandi dimensioni negli anni successivi	Annuale o episodico nel corso della vita del mini-bond
Monte titoli	€ 2.000, € 1.500 negli anni successivi	Annuale
Commissioni di Borsa	€ 1.500, € 500 se il titolo è già quotato su altri mercati	<i>Una tantum</i>

Fonte: Elaborazione personale sulla base dei dati forniti dall'Osservatorio Mini-Bond

Con riferimento ai costi di emissione CRIF in collaborazione con AIDEA ha avanzato alcune proposte agevolative che potrebbero incentivare gli emittenti riducendo l'onerosità dell'operazione. Esse riguardano:

- 1) Agevolazioni di natura finanziaria come contributi finanziari *una tantum* a copertura parziale dei costi di emissione/negoziazione (consulenza, assistenza, *compliance*, tariffe/contributi, ecc.)
- 2) Agevolazioni di natura fiscale come deducibilità accelerata dei costi *una tantum* di natura pluriennale, di parte di quote di utili, degli utili derivanti dai nuovi progetti finanziati dalle emissioni
- 3) Agevolazioni di natura contributiva ovvero sgravi aggiuntivi rispetto alle nuove assunzioni collegate ai nuovi progetti finanziati con le emissioni
- 4) Agevolazioni legate a specifiche ulteriori deroghe al diritto societario: tali vantaggi per l'emittente potrebbero essere dedicati agli emittenti disposti a garantire una maggiore trasparenza dei piani di sviluppo, migliori pratiche di *governance* (ad esempio, la presenza di amministratori indipendenti), ecc.¹²¹

Non obbligatorietà del giudizio di *rating* Il *rating* è un giudizio sulla capacità di un'impresa di onorare i propri debiti finanziari ed è certamente l'informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell'emittente. Garantendo trasparenza al mercato, il *rating* rappresenta un veicolo che facilita il successo dell'emissione del prestito obbligazionario che andrebbe maggiormente valorizzato, specialmente dall'emittente. Esso è, infatti, una valutazione sintetica di affidabilità non negoziabile, emessa da un'Agenzia autorizzata che ha tutto l'interesse a mantenere alta la sua professionalità attraverso giudizi imparziali e seri. La valutazione del merito creditizio si basa sulle performance attuali dell'azienda e offre una fotografia aggiornata della sua situazione economica e finanziaria, attuale e prospettica. La bassa discrezionalità del *rating* lo rende un utile parametro per una valutazione adeguata del premio al rischio che deve essere considerato nella determinazione del *fair price* dell'obbligazione. Nonostante il suo contenuto informativo, la disciplina normativa non impone alcun obbligo di *rating* ed in considerazione della più profonda *disclosure*, che le imprese sarebbero chiamate a fornire tanto nella fase di emissione iniziale quanto nelle fasi di aggiornamento del giudizio, e degli elevati costi, che si aggirano attorno a € 15.000 e € 20.000 per il primo anno e a € 6.000 e € 8.000 negli anni successivi, la maggior parte delle PMI preferisce non rivolgersi alle Agenzie di *rating* rinunciando ai possibili benefici che ne possono derivare. Ciò costringe i potenziali investitori a richiedere da sé giudizi di *rating* (*unsolicited*) o valutare le imprese attraverso forme meno precise e più dispendiose. Tale compito è particolarmente arduo nel caso delle PMI poiché si tratta di un segmento di mercato caratterizzato dalla mancanza di un quadro di valutazione trasparente e uniforme. L'Osservatorio dei mini-bond ha osservato che il 65,3% delle PMI emittenti non possiede un *rating*. Tra coloro che lo possiedono il 3,5% sono *investment grade*, il 6,0% *speculative grade*, il 25,2% delle PMI presenta un *rating unsolicited*. Con l'arrivo dei fondi di *private debt* il numero di imprese che richiedono giudizi di *rating* è aumentato. I fondi, infatti, richiedono spesso un *rating* prima di perfezionare l'investimento oppure sono essi stessi a implementare procedure di *rating* interne. Il *rating* è fondamentale per certificare l'identità dell'emittente che intende finanziare progetti d'investimento realmente validi e la

¹²¹ AIDEA-Crif, "Progetto AIDEA-CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi", presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014 www.bebeez.it. Op.cit.

sua mancanza potrebbe andare a sfavore dello stesso. Una valutazione del rischio meno precisa, soprattutto quando la comunicazione dei dati economici non è fornita dalle imprese, o quando effettuata dagli investitori semplicemente sulla base di una valutazione in prima persona della situazione patrimoniale-reddituale dell'emittente o la sua assenza potrebbe portare infatti a chiedere rendimenti più elevati o alla rinuncia a sottoscrivere l'emissione.

Tempi di emissione Anche i tempi necessari per l'emissione di mini-bond non sono da sottovalutare come aspetto frenante agli occhi dei potenziali emittenti. Il ricorso ai mercati finanziari comporta, infatti, generalmente un allungamento dei tempi necessari alla raccolta dei capitali rispetto a quelli richiesti per l'erogazione dei finanziamenti bancari. La tempistica del processo di emissione è influenzata da tutta una serie di variabili come i tempi della stessa azienda emittente e della sua organizzazione interna, la disponibilità delle informazioni necessarie per effettuare la valutazione, l'interesse da parte degli investitori e i tempi di negoziazione dei termini di collocamento. In termini generali è possibile indicare in circa 3-4 mesi il tempo mediamente necessario per completare il processo di emissione. A differenza dei prestiti bancari è evidente che i mini-bond non siano uno strumento adatto a tutte le imprese. Un'impresa che abbia necessità diverse da quelle legate al finanziamento di progetti di investimento e crescita rilevanti non troverà conveniente far ricorso allo strumento dei mini-bond.

Modalità di rimborso poco flessibili Le modalità di rimborso del prestito in caso di emissione di mini-bond vengono stabilite da *Advisor*, *Arranger* coadiuvati dal vertice aziendale all'interno del Regolamento del Prestito, esse sono vincolanti per l'impresa emittente dal momento in cui avviene l'atto dell'emissione e possono essere modificate solo attraverso procedure complesse. Una piccola impresa con flussi di cassa e monetari volatili potrebbe trovare rischiosa l'emissione di mini-bond, dato che il mancato pagamento di una sola cedola può far scattare l'istanza di fallimento, e preferire un prestito bancario con modalità di rimborso flessibili (*revolving*) o predeterminate le quali concedono procedure di eventuale modifica decisamente meno complesse rispetto ai mini-bond.

Presenza di covenants Al fine di monitorare la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa, per evitare che il rischio d'insolvenza peggiori, con un'inevitabile conseguenza negativa sul valore del titolo mobiliare in portafoglio, gli investitori chiedono di norma che nel Regolamento del prestito vengano inserite delle clausole vincolanti di *governance* finanziaria dell'azienda, i cosiddetti *covenants*. Il loro mancato rispetto fa scattare uno o più eventi come il ritiro del prestito obbligazionario o la sua rinegoziazione a condizioni meno favorevoli mirati a salvaguardare l'interesse degli investitori. Nel corso del precedente capitolo sono stati illustrate le tipologie di *covenants* più comunemente richieste; in linea generale essi si dividono in vincoli di natura finanziaria volti al rispetto di determinati *ratio* patrimoniali (quali l'incidenza del debito finanziario o della posizione finanziaria netta rispetto al totale attivo o al patrimonio netto, o il rapporto tra MOL e interessi sul debito, il cosiddetto *coverege ratio* ecc.), i quali dovranno mantenersi al di sopra o al di sotto di una certa soglia e vincoli di natura non finanziaria (quali la conservazione della

struttura proprietaria dell'azienda, l'impossibilità di distribuire dividendi o di decidere altre operazioni di finanza straordinaria se non si verificano determinate condizioni ecc.). Come è possibile intuire i *covenants* posso costituire stringenti limiti per la gestione aziendale e a farne le spese sono soprattutto le imprese di più piccole dimensione che si trovano a doverli accettare dal momento che non beneficiano ancora di una buona visibilità nei mercati dei capitali e che vengono percepite come più rischiose in virtù della loro più elevata fragilità. Le richieste di più stringenti *covenants* sono l'unico mezzo che gli investitori hanno per tutelarsi di fronte alla tendenziale assenza di giudizi di *rating* sulle imprese minori. A mitigare la richiesta di questa tipologia di vincoli è il lavoro della banca *Arranger* supportato da buona struttura economico-finanziaria dell'emittente. D'altra parte anche giudizi di *rating* certificati, sicuri ed affidabili potrebbero aiutare in tal senso. Tuttavia, come visto in precedenza, essi sono ancora poco diffusi tra le PMI.

Accesso esclusivo ai soli investitori istituzionali I minibond da un lato possono essere molto interessanti dal punto di vista dei rendimenti, dall'altro presentano elementi di rischio peculiari, trattandosi di un investimento generalmente da mantenere fino a scadenza e relativo ad imprese più piccole e con un corredo informativo ridotto. Per questo è un mercato riservato a investitori istituzionali e privati qualificati. Se da una parte può essere considerato come un aspetto positivo, visto il profilo di rischio delle PMI locali e della loro scarsa trasparenza, dall'altro si perde la possibilità di creare un mercato molto più ampio estendendo l'accesso a investitori *retail* dotati di una certa cultura finanziaria. Il mercato Bondm tedesco ad esempio offre sia agli investitori istituzionali che a quelli *retail* la possibilità di sottoscrivere mini-bond sul mercato primario e di negoziarli sul mercato secondario. A tal proposito è stato istituito un "bondom subscription box" attraverso cui gli investitori possono inserire direttamente il proprio ordine di acquisto; questo sistema agevola l'accesso al mercato degli investitori *retail*. Assumendo un livello minimo di qualità degli emittenti e disegnando specifiche procedure per aumentare la capacità di recupero del credito in caso di insolvenza degli emittenti, contenendone costi e tempi, anche in Italia si potrebbe prevedere l'investimento dei privati, almeno limitatamente al segmento *affluent* e *private*¹²², ed incentivare le loro scelte con specifiche forme di agevolazione all'investimento diretto o intermediato, per poi estenderlo – a determinate condizioni al segmento dei risparmiatori *retail*¹²³.

3.4 Il confronto europeo

È facile intuire come molte delle soluzioni a quelli che sono i problemi di natura strutturale che attanagliano il mercato italiano dei mini-bond (tanto da renderlo poco trasparente e poco efficiente, illiquido, rischioso e poco appetibile agli occhi degli investitori, eccessivamente dispendiosi e poco flessibili in termini di tempi costi e requisiti richiesti, per gli emittenti), possano essere individuate semplicemente prendendo ispirazione dalle realtà esistenti a livello europeo e riportando nel Nostro contesto nazionale quel mix di punti di forza

¹²² Si definisce *affluent* il segmento costituito da soggetti con patrimonio compreso tra \$ 100.000 e \$ 500.000. Si definisce invece *private* il segmento costituito da soggetti con patrimonio superiore a \$500.000.

¹²³ AIDEA-Crif, "Progetto AIDEA-CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi", presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014 www.bebeez.it. Op.cit.

che hanno garantito il successo di mercati europei obbligazionari riservati ad imprese non quotate. A tal proposito nel corso di questo paragrafo verranno illustrate quelle che sono le caratteristiche, i punti di forza e di debolezza di 4 principali mercati di obbligazioni per piccole e medie imprese europei: norvegese, tedesco, francese e spagnolo.

Il mercato norvegese, il **Nordic ABM**, nato nel 2005 è stato in assoluto il primo segmento mercato non regolamentato organizzato ed amministrato dalla Borsa di Oslo, che decide le regole del mercato dopo aver consultato gli operatori, emittenti ed investitori, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper*. Esso è suddiviso in due ulteriori segmenti a seconda che il taglio minimo di emissione sia inferiore, Nordic ABM Retail, o superiore, Nordic ABM Professional, a una soglia pari a circa € 65 mila riservati rispettivamente, come suggerisce il nome, agli investitori *retail* e a quelli istituzionali. Tale mercato si caratterizza per la semplicità delle procedure, in termini sia di tempistiche e costi che di adempimenti informativi a carico dell'impresa emittente, essa deve infatti attenersi semplicemente a poco più delle basilari prescrizioni del codice di commercio. Tale impostazione ha come risvolto positivo il contenimento dei costi e dei tempi d'emissione e deriva dalla precisa volontà di creare un mercato non assoggettato alle stringenti regole imposte dalle Direttive UE (es. direttiva sul prospetto informativo; principi contabili IFRS) e dal domestico Norwegian Stock Exchange Act (sul processo di emissione e quotazione), che caratterizzano invece la Oslo Børs¹²⁴. Le imprese sono chiamate a soddisfare alcuni requisiti di trasparenza che attengono alla presentazione degli ultimi tre bilanci approvati, la redazione di un prospetto informativo e dei documenti di dettaglio dell'operazione. Non viene espressamente richiesta la presenza di un *rating*. La società emittente viene affiancata da un manager ovvero una banca che opera come *Advisor* che fornisce assistenza in tutte le fasi dell'operazione. In via opzionale è prevista anche la figura di un *loan trustee* che ha la funzione di tutelare gli investitori alla luce degli scarsi requisiti di trasparenza richiesti¹²⁵. Le obbligazioni ammesse alla quotazione (con scadenza tra i 3 e i 7 anni e tasso fisso o variabile) devono essere interamente sottoscritte e a differenza del mercato italiano sono destinate sia ad investitori istituzionali che ad investitori *retail*. Altra differenza rispetto al mercato italiano risiede nel fatto che negli anni il mercato norvegese si è caratterizzato per lo più per la presenza di emissioni di obbligazionarie riguardanti banche e assicurazioni, espressamente escluse dalla normativa italiana. Le emissioni di imprese non finanziarie si concentrano essenzialmente nel sotto-segmento rivolto agli investitori istituzionali e riguardano per lo più aziende del settore energetico e marittimo.

¹²⁴ AIDEA-Crif, "Progetto AIDEA-CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi", presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014 www.bebeez.it. Op.cit.

¹²⁵ R.Calugi, V.Morelli, G.Paglietti, "I mini-bond, Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2014. Op.cit.

I punti di forza del mercato norvegese risiedono in un processo di emissione/quotazione semplificato, con ridotti obblighi di trasparenza, il conseguente contenimento dei costi di emissione, la rapidità del processo e dei tempi di valutazione da parte degli organi di controllo della conformità e l'apertura agli investitori *retail*.

I punti di debolezza risiedono nel fatto che nonostante le varie agevolazioni in termini di requisiti richiesti, il mercato è ancora dominato dalle emissioni di intermediari finanziari (banche e assicurazioni).

Probabilmente, l'assenza di *rating* o di *due diligence* rende ancora poco appetibili le emissioni da parte di imprese di natura non finanziaria. Queste ultime caratteristiche rendono molto lontano il mercato italiano da quello norvegese tanto da risultare inadatto a fornire eventuali miglioramenti da poter riportare nel contesto nazionale.

Caso di maggior successo nel panorama europeo è il mercato dei mini-bond nato in Germania nel 2010. Il **Bondm**, lanciato dalla Borsa di Stoccarda, è il primo segmento dedicato all'emissione ed allo scambio di corporate bond quotati a reddito fisso emessi da PMI. Il Bondm si rivolge tanto agli investitori istituzionali quanto a quelli *retail* offrendo loro la possibilità di sottoscrivere i titoli sul mercato primario in fase IBO (Initial Bond Offer) e di negoziarli sul mercato secondario. Per agevolare la negoziazione sul mercato secondario e l'accesso al mercato da parte di investitori *retail*, è stato istituito, come già detto nel paragrafo precedente, un canale di vendita elettronico, il "Bondm subscription box", attraverso cui gli investitori possono inserire direttamente il proprio ordine di acquisto. La negoziazione dell'obbligazione sul mercato secondario avviene tramite il supporto del QLP, *quality liquidity provider*, che ha l'obiettivo di garantire liquidità al titolo, attraverso il *matching* tra gli ordini di acquisto e di vendita e, se necessario, tramite la vendita del titolo in autonomia. Alla società emittente è richiesta essenzialmente la presentazione di un prospetto informativo, dell'ultimo bilancio certificato e di un *rating* emesso da un'agenzia specializzata¹²⁶; nella fase successiva di *follow up* l'emittente è tenuto a rispettare alcuni obblighi in materia di trasparenza e di informativa, quali la pubblicazione del bilancio in forma estesa entro 6 mesi dalla fine dell'esercizio precedente, la pubblicazione della semestrale, la comunicazione di notizie *price-sensitive* e la pubblicazione di un valido rating di follow-up ogni 12 mesi¹²⁷.

I punti di forza di tale mercato risiedono nei requisiti delle emissioni, limitati ai principali aspetti legati al contenimento delle asimmetrie informative con effetti benefici sui costi e sui tempi dell'emissione. Altro punto di forza è la presenza del QLP che assicura la liquidità ai mercati.

Tra i fattori di debolezza figurano invece la mancanza di controlli adeguati ex-ante ed ex-post dell'emittente che potrebbero limitare eventuali fenomeni di *moral hazard* dell'emittente (assenza di *due diligence* e di

¹²⁶ R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2014. Op.cit.

¹²⁷ AIDEA-Crif, "Progetto AIDEA-CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi", presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014 www.bebeez.it. Op.cit.

covenant) e di mercato (assenza di *underwriting*). Di fatto, per il successo delle emissioni, le PMI dovrebbero puntare sulla corretta comunicazione della propria credibilità e reputazione.

L'esperienza tedesca rappresenta in assoluto il caso di maggior successo al quale l'Italia può ispirarsi in modo tale da captarne i principali driver di sviluppo da poter 'esportare' ed 'adattare' nel mercato nazionale. Ci riferiamo alla presenza obbligatoria della figura del QLP, l'obbligatorietà del *rating* e procedure di emissione semplificate.

In Francia nasce nel 2012 sulla scia del modello norvegese una nuova modalità di emissione obbligazionaria semplificata, dedicata espressamente alle PMI, l'IBO (Initial Bond Offer), emessa su tre mercati: i **segmenti B e C di Euronext** (mercato regolamentato) ed **Alternext** (multilateral trading facility), presso la Borsa di Parigi. Euronext ed Alternext si rivolgono ad investitori istituzionali e *retail*. L'IBO può essere effettuata sia dalle imprese quotate sia da quelle non quotate e deve presentare un taglio minimo di € 5 milioni per Alternext e di € 10 milioni per Euronext ed una scadenza compresa tra i 5 e i 10 anni. I requisiti richiesti per effettuare un'IBO sono piuttosto semplici: è necessario redigere un prospetto informativo, è prevista la presenza di un *rating*, obbligatorio per le società con una capitalizzazione di mercato inferiore a € 100 milioni e per le società non quotate, definibili PMI ai sensi della normativa europea. In merito alle agenzie di *rating*, solo le società accreditate da ESMA (European Securities and Markets Authority) sono ammesse, è inoltre richiesto che l'impresa presenti gli ultimi tre bilanci certificati, redatti secondo i principi IFRS o local GAAP. Per le operazioni effettuate su Alternext è prevista la presenza di un listing *sponsor* che affianca l'emittente nella fase pre-quotazione e di *follow up*. Nella fase propedeutica all'emissione sono previste due ulteriori figure essenziali che supportano l'azienda una nella definizione della struttura finanziaria (il *financial advisor*) e l'altra negli aspetti legali dell'operazione (l'*advocat*). Nella fase di *follow up*, tutte le società quotate sul NYSE Euronext e su Alternext sono obbligate a produrre le informazioni *price-sensitive*: le imprese quotate all'Euronext devono inoltre rispettare gli obblighi previsti dalla Direttiva 2004/109/EG (EU Transparency Directive), che stabilisce i requisiti minimi di informativa finanziaria; le imprese quotate in Alternext, devono, tra le cose, pubblicare report annuali e semestrali, sottoposti a revisione contabile, entro 4 mesi, rendere noto ogni superamento delle soglie di proprietà del 50% e del 95% e pubblicare un report sulle operazioni degli amministratori¹²⁸. Anche i mercati francesi sono aperti sia agli investitori istituzionali che a quelli *retail* e dopo il periodo di sottoscrizione, il quale si aggira attorno alle 3-5 settimane, l'obbligazione può essere ammessa al mercato secondario. A maggiore garanzia della liquidità del titolo può intervenire eventualmente un *liquidity provider*.

Anche nel mercato francese come quello tedesco e norvegese un punto di forza risiede nelle agevolazioni concesse agli emittenti in termini di requisiti meno stringenti rispetto agli altri segmenti. Ciò si riflette positivamente sui minori tempi e costi dell'emissione. Inoltre gli investitori persone fisiche che investono in

¹²⁸ AIDEA-Crif, "Progetto AIDEA-CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi", presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014 www.bebeez.it . Op.cit.

obbligazioni di PMI, con impegno di detenerle per almeno 5 anni, possono godere di speciali vantaggi fiscali relativamente alle imposte patrimoniali e sul reddito.

La non obbligatorietà della presenza del *liquidity provider* e scarsa qualità degli emittenti hanno determinato solo un parziale successo del mercato francese.

Ad oggi lo sviluppo del mercato obbligazionario delle PMI in Francia risulta ancora piuttosto limitato, caratterizzato da poche emissioni effettuate da imprese di dimensioni elevate pertanto non in linea con le prerogative che il Legislatore ha riguardo quelle che dovrebbero essere le modalità di sviluppo italiano.

Infine, la creazione del **Mercado Alternativo de Renta Fija (MARFI)** spagnolo rientra all'interno di un pacchetto di riforme messe in atto dal governo spagnolo con il Real Decreto Ley 4/2013 del 22/02/2013. Il nuovo mercato obbligazionario è il segmento del mercato AIAF dedicato alle PMI e la società di gestione ufficiale è la Bolsas y Mercados Espanoles (BME) nato con l'obiettivo di favorire l'accesso delle PMI sui mercati. Tra i casi analizzati, il mercato spagnolo è quello che più si avvicina nelle sembianze a quello italiano sia per il contesto normativo e regolamentare che ne disciplina il funzionamento, sia per la struttura operativa che regola il processo di emissione. Anche in questo mercato le obbligazioni possono essere sottoscritte solo dagli investitori istituzionali. I requisiti di emissione sono in genere più flessibili rispetto a quelli previsti per i mercati secondari obbligazionari per favorire l'accesso alle PMI, ma allo stesso tempo viene garantito un livello di trasparenza piuttosto elevato a tutela degli emittenti. L'informativa richiesta all'emittente riguarda, in termini di trasparenza, la documentazione relativa all'azienda (inclusi gli ultimi due bilanci certificati) e all'operazione, corredata da una dichiarazione di solvibilità emessa da un ente accreditato all'ESMA¹²⁹. Nella fase post-emissione bisogna pubblicare il bilancio annuale certificato e l'informativa *price-sensitive*. Il rilascio del *rating* è facoltativo come in Italia, così come la presenza di un *liquidity provider*. Ruolo chiave invece è rappresentato dall'*Advisor* che affianca l'emittente durante tutto il percorso di emissione e quello di *follow up*. Infine, le obbligazioni MARF devono avere un taglio minimo di €100 mila.

Per via della sua recente istituzione e della sua grande somiglianza con il mercato italiano il MARF non presenta particolari elementi da poter emulare e riportare nel contesto italiano per migliorarne lo sviluppo.

Riassumendo, guardando all'esperienza internazionale e sulla base dei dati relativi all'evoluzione del mercato italiano dei mini-bond, possiamo concludere che le semplificazioni normative indirizzate agli emittenti implementate attraverso i Decreti Italia, sebbene abbiano creato un contesto favorevole allo sviluppo del segmento di mercato per questa nuova *asset class*, si sono dimostrati non determinanti nell'attrarre emittenti ed investitori. Essi probabilmente hanno rappresentato la condizione necessaria,

¹²⁹ R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti, "I mini-bond, Istruzioni per l'uso", Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Nuova edizione, 2014. Op.cit.

almeno in principio, ma non sufficiente, per poter assicurare lo sviluppo del mercato del debito per le PMI. Altre condizioni strutturali del mercato che abbiamo visto esser state i driver di sviluppo dei mercati europei, ad esempio, potrebbero esser riprodotte in Italia come contromisura adeguata ad alcuni dei fattori critici esaminati legati al processo di emissione. Gli spazi di manovra a disposizione del Legislatore sono ancora molto ampi.

In sintesi per aumentare l'efficienza del mercato sarebbe utile introdurre in Italia la figura di un market maker/liquidity provider come quella presente nel mercato tedesco Bondm che fornisca quotazioni nel continuo per ogni bond del segmento durante le ore di negoziazione, assicurando la completa esecuzione degli ordini e la salvaguardia del principio del miglior prezzo. Nel caso di Extramot Pro, questo soggetto è, ad oggi, solo opzionale. Da non dimenticare è poi il prezioso contributo che potrebbe svolgere il *rating* per assicurare le informazioni in tema di qualità creditizia dell'emittente e/o dell'emissione. Così come suggerito dall'esperienza tedesca e francese, sarebbe opportuno rendere obbligatorio il ricorso al giudizio di *rating* sul finanziamento ed al suo successivo aggiornamento. Da non sottovalutare, ancora, la possibilità di estendere la sottoscrizione agli investitori *retail* per ampliare la platea degli investitori da accompagnare ad un livello minimo di qualità degli emittenti e disegnando specifiche procedure per aumentare la capacità di recupero del credito in caso di insolvenza degli emittenti, contenendone costi e tempi così come si è avuto modo di spiegare nel precedente paragrafo. Infine sarebbe opportuno che anche in Italia venissero introdotti requisiti di emissione e di accesso su ExtraMOT semplificati e meno stringenti, limitati ai principali aspetti legati al contenimento delle asimmetrie informative, che hanno di fatto effetti benefici su tempi e costi d'emissione come dimostrato dalle esperienze relative al Bondm tedesco, il Nordic ABM norvegese e l'Euronext (B e C) e l'Alternext francesi. Naturalmente i benefici della semplificazione andrebbero accompagnati con un rafforzamento della *reputation* delle emittenti nei confronti dei propri investitori.

È evidente che un'accurata riflessione dal punto di vista tecnico e politico, a partire tanto da una valutazione delle debolezze italiane quanto dall'osservazione delle esperienze europee, potrebbe portare ad immaginare il mix di soluzioni adeguate a risolvere almeno una parte dei problemi, ovvero quelli legati all'iter di emissione lasciati irrisolti dalla normativa vigente, in modo da rendere più flessibile e appetibile il mercato italiano tanto dal lato della domanda quanto da quello dell'offerta. Le ipotesi di cambiamento sono disparate e possono essere più o meno costose. Lo scopo è far aumentare il volume delle emissioni sul mercato ExtraMOT e soprattutto renderle il più possibile vicine a quella tipologia alle quali gli interventi legislativi dal Decreto Sviluppo dal 2012 in avanti si sono rivolte (emissioni di piccola taglia ad opera di emittenti con fatturato che si aggira tra i € 10 e € 50 milioni).

Ad ogni modo qualunque e quantunque gli interventi normativi possano mostrarsi efficaci nel conseguire un giusto equilibrio tra esigenze degli investitori, disponibilità/possibilità degli emittenti, ed una adeguata ponderazione di fattori legislativi, economico-finanziari e culturali propri delle diverse aree geografiche, la reale problematica di fondo rimane un'altra: la cultura delle PMI italiane che abbiamo esser visto la causa di

moltissime altre debolezze. Se da un lato il Legislatore ha ancora ampio spazio per creare situazioni di mercato più favorevoli, è condizione necessaria ed imprescindibile che vi siano dall'altro imprese realmente disposte a fare la loro parte: eliminare antichi retaggi culturali ed attuare un vero e proprio processo di rivoluzione. È chiaro che le leve a disposizione della legge sole non sono state e non saranno sufficienti ad avviare lo sviluppo del mercato dei mini-bond per le PMI, è richiesta una sincera e reale collaborazione da parte delle dirette interessate. Come ribadito da Francesco Grande, Direttore Marketing & Business Development di CRIF Rating Agency, “I progetti di crescita e la propensione all’investimento delle imprese da soli non bastano a far sviluppare questo nuovo importante segmento di mercato se non adeguatamente accompagnati da un profondo mutamento culturale delle imprese stesse [...]. è necessario che (le imprese) si convincano che, per continuare a svilupparsi con profitto in una visione di medio-lungo termine, è opportuno incominciare a pensare come ridurre la loro dipendenza finanziaria da un unico interlocutore, il sistema bancario, e a investire in *governance* e comunicazione finanziaria [...]”.

Conclusion

Come suggerisce il titolo dell'elaborato '*Finanza alternativa per le PMI: i Mini-Bond. I Decreti Italia sono stati sufficienti ad avviarne la diffusione?*' l'obiettivo dell'intera trattazione è quello di valutare, dopo aver spiegato i motivi e le dinamiche che hanno portato alla nascita dello strumento del mini-bond ed averne illustrato le caratteristiche ed il processo di emissione, se l'intervento del Legislatore italiano si sia rivelato, sulla base delle evidenze, un efficace catalizzatore per lo sviluppo del mercato del credito rivolto alle PMI o meno.

Lo stato attuale dell'economia, la restrizione del credito troppo aggressiva nei confronti delle PMI acuita dalla scarsa trasparenza in termini di solidità e rischio di insolvenza e dall'incertezza economica, hanno posto le stesse nella condizione, ormai non più prorogabile, di dover ricercare, per salvaguardare il proprio sviluppo e la propria competitività, nuove fonti di finanziamento alternative rispetto al canale bancario. In Italia i mercati dei capitali si sono sempre distinti per i limitati livelli di sviluppo, particolarmente evidenti se messi a confronto con gli standard europei, e per l'esser stati sempre perlopiù appannaggio, laddove presenti, delle imprese di grandi dimensioni e quotate.

In una tale situazione di emergenza, l'esigenza di trovare nuove fonti di finanziamento per quel 99,9% del tessuto produttivo italiano, fonte di maggiore ricchezza e competitività del Paese unita alla consapevolezza delle elevate barriere all'accesso per le PMI ai mercati dei capitali spiegano chiaramente come l'intervento del Legislatore si sia mostrato una condizione necessaria per permettere tanto la creazione di nuova *asset class* per le PMI, quale quella dei mini-bond, quanto per favorire la concreta nascita di un mercato per le stesse privo di qualunque genere di ostacoli. Da qui ha avuto inizio un' incisiva azione di riforma e di liberalizzazione nel nostro Paese iniziata a partire dal 2012 con i due Decreti Sviluppo seguiti poi dai Decreti Destinazione Italia, del 2013, e Competitività e Crescita, del 2014. Obiettivo era quello di creare le migliori condizioni per consentire a tutte le imprese non quotate di accedere direttamente al mercato dei capitali. Per far ciò sono stati introdotti incentivi normativi e fiscali al consolidamento patrimoniale, incentivi all'indirizzo del risparmio nazionale di lungo periodo verso l'impegno produttivo nell'economia reale, incentivi volti ad attrarre gli investitori nazionali ed internazionali verso il Corporate Italia e per agevolare lo sviluppo di operatori finanziari professionali e indipendenti specializzati nel *private debt* ed incentivi volti a modernizzare il rapporto banca-impresa arricchendolo di nuovi servizi di *advisory* con finalità di intermediazione verso il mercato.

Dopo aver condotto un'analisi critica basata sul confronto tra ciò che il Legislatore si auspicava di ottenere con i suoi interventi e la portata degli effetti che nella realtà gli stessi hanno determinato, rilevati sulla base dei dati empirici, è possibile concludere che di fatto, ad oggi, il volume delle PMI che ha mostrato la volontà di usufruire delle opportunità offerte dal mercato dei mini-bond rispetto a quelle che avrebbero tutte le carte

in regola per poterlo fare è davvero esiguo. L'aiuto in termini di risorse finanziarie che i mini-bond hanno apportato alle PMI è ancora molto debole.

Il mancato conseguimento dei risultati sperati può esser spiegato dal fatto che il Legislatore si sia preoccupato molto più di risolvere problemi più puramente legati alla struttura e alle regole normative e fiscali di accesso ai mercati dei capitali piuttosto che affrontare ciò che in fin dei conti è sempre stato ed è il reale motivo per cui nel contesto italiano, al di là di interventi rivoluzionari, non è mai stato possibile assistere ad un significativo sviluppo del mercato dei capitali.

Nel corso dell'ultimo capitolo si è parlato di criticità che fungono da ostacoli alla diffusione della nuova *asset class* e le si sono divise per natura: da un lato quelle legate alla cultura e alla natura delle PMI, dall'altro quelle legate a deficit insiti nel processo di emissione tipo dei mini-bond. È stato osservato come in particolare per questa ultima tipologia di criticità un'accurata riflessione dal punto di vista tecnico e politico potrebbe facilmente portare ad immaginare un mix di soluzioni maturate prendendo ad esempio il meglio da ciascuna esperienza di successo europea e riproducendola nel contesto italiano in modo da rendere più flessibile e appetibile il mercato tanto dal lato della domanda tanto da quello dell'offerta. Difficile invece è avanzare soluzioni a favore del primo ordine di criticità ovvero quelle provenienti da motivazioni di ordine puramente culturale che da sempre rendono difficile l'accesso al mercato del credito da parte delle PMI. La realtà risiede nel fatto che, quantunque possano esser validi gli interventi normativi atti a rimuovere ostacoli tali da rendere più appetibili i mercati dei mini-bond o a completare l'azione di riforma e di liberalizzazione del mercato del credito, nulla di tutto ciò sarà mai sufficiente a rimuovere ciò che da sempre è stato il vero ostacolo alla creazione dei mercati dei capitali in Italia: la cultura delle PMI.

La concentrazione della proprietà ed il controllo a carattere esclusivamente familiare o assoluto si è da sempre abbinata ad una struttura societaria niente affatto orientata a soci esterni, in cui la separazione tra proprietà e controllo appare non sempre chiara, la contendibilità è limitata come la diffusione delle informazioni. Le famiglie proprietarie hanno da sempre cercato di mantenere il controllo dell'impresa limitando l'entrata di nuovi capitali per la crescita facendo leva sulla convinzione secondo la quale è la sola proprietà che permette di esercitare il controllo ed aprirsi a terzi ne avrebbe compromesso il possesso. L'avversione nei confronti di operazioni come emissioni azionarie o obbligazionarie sono state il riflesso, e riflettono tutt'ora, l'antica diffidenza del proprietario-imprenditore che percepisce l'apertura a soggetti esterni come un annacquamento del potere di controllo sull'impresa, o come scelte che impongono obblighi troppo severi di trasparenza. È chiaro come una mentalità di questo tipo mal si sposa nei fatti con l'apertura a soggetti esterni che esigono di condurre approfondite attività di *due diligence* prima di perfezionare un'operazione di investimento, specialmente se hanno ad oggetto il finanziamento di una PMI. Ciò sarebbe realizzabile solo con una costruttiva collaborazione investitore-impresa, ma è facile immaginare come la maggiore *disclosure* finisce spesso per esser percepita dalle piccole imprese come lesiva della loro riservatezza gestionale, come una cessione di informazioni segrete che mina il loro imperturbabile concetto

di controllo più che come un modo per essere correttamente descritte e apprezzate dal mercato. Tutto ciò spiega come negli anni le PMI hanno finito per privilegiare un'unica forma di reperimento di capitali: quella proveniente dalle banche. Il sistema di relazioni poco formalizzate, fondato su una puntuale gestione delle garanzie a supporto del credito più che da un'analisi di indicatori finanziari e patrimoniali o su una valutazione accurata dei profili economici delle iniziative imprenditoriali, si sono sempre mostrate, agli occhi degli imprenditori, come affatto lesive dei loro diritti di controllo sulla società: le banche, negli anni, hanno concesso credito limitandosi a tutelare le proprie esposizioni con garanzie personali, oltre che reali, sul patrimonio societario e su quello dei soci con un consolidando un sistema "banco-centrico" limitando e/o eliminando il concetto di rischio creditizio. Rispetto alle modalità di finanziamento basate sul mercato, un sistema finanziario fondato su relazioni di tipo fiduciario di lungo periodo non ha fatto altro che assecondare l'irrobustimento di un sistema caratterizzato da imprese di piccole dimensioni, dove la diffusione di informazioni affidabili è molto costosa e dove il sistema giudiziario non è in grado di garantire con rapidità una piena protezione dei contratti. Così se da un lato le motivazioni della mancata apertura al mercato dei capitali trovano ragion d'essere in questioni puramente culturali ormai radicate nella *forma mentis* della piccola imprenditoria italiana che impediscono l'apertura a soggetti terzi pur di mantenere inalterata la *governance* della società, dall'altro il rapporto viziato che ha interessato le banche e le imprese in passato ha reso queste ultime assolutamente incapaci di sostenere l'elevata qualità dei set informativi e di trasparenza richiesti dal mercato non solo sui bilanci ma anche sui progetti che si intendono finanziare e sui risultati che si intendono raggiungere. Le PMI, infatti, hanno finito per caratterizzarsi per la pressoché totale assenza di strutture di controllo interno adeguate a reperire, elaborare e trasmettere informazioni tempestive e qualitativamente elevate al mercato il che le rende totalmente inadeguate ad accedere a mercati obbligazionari o azionari.

Nonostante gli interventi normativi e i cambiamenti significativi avvenuti nel panorama finanziario internazionale, grazie all'integrazione dei mercati, i limitati progressi in termini di cultura e trasparenza nella comunicazione societaria continuano ad essere motivo di deludente sviluppo dei mercati azionari e obbligazionari ed in definitiva dei mini-bond. Volendo rispondere quindi al quesito posto dall'elaborato, ovvero se i Decreti Italia siano stati sufficienti o meno ad avviare la diffusione dello strumento mini-bond tra le PMI, bisogna in definitiva affermare che non lo sono stati. È impossibile concepire che interventi legislativi da soli possano condurre ai risultati sperati, è necessario che per prime le imprese siano disposte a fare la loro parte: accompagnare l'evoluzione normativa con un radicale mutamento culturale. L'obiettivo, seppur difficile, potrebbe esser raggiunto già a partire da un sincero impegno in investimenti in sistemi di *governance* più sofisticati, in comunicazione finanziaria, in competenze manageriali più elevate, in strutture finanziarie più diversificate. Si tratta di interventi capaci di rendere più forti e competitive le PMI e pronte a diventare interlocutrici dirette di investitori professionali in mercati nazionali ed internazionali del mercato dei capitali mettendo da parte definitivamente gli antichi retaggi culturali. Una volta implementata la rivoluzione culturale, probabilmente i soli interventi normativi potranno rivelarsi come condizione sia

necessaria che sufficiente allo sviluppo del mercato dei capitali, fino ad allora i risultati continueranno ad essere deludenti.

Bibliografia

- Ernesto Monti, “Manuale di Finanza per l’Impresa”, ISEDI, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009
- R. Calugi e G. Paglietti, “I mini-bond. Istruzioni per l’uso”, Camera di Commercio di Milano e Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano, 2013, disponibile online su www.consorziocreditoefinanza.it
- M. Corvino, “Le fonti di finanziamento delle imprese e i vantaggi delle emissioni dei minibond”, rivista online Commercialista Telematico, 2015, disponibile online su www.commercialistatelematico.com
- G. Forestieri, Università Bocconi, “I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, Bancaria n.6, 2015
- E. Bonelli e F. Giordano, “Governance e struttura finanziaria delle imprese italiane”, Il Mulino- Revisteweb, L’INDUSTRIA n.2, aprile-giugno 2007
- R. Oriani e R. Santella, “Il finanziamento alle Piccole e Medie Imprese italiane tra credit crunch e nuovi scenari”, Quaderni di ricerca sull’artigianato n.3/2014
- Banca d’Italia, “Relazione annuale della Banca d’Italia 2015”, 31 maggio 2016, disponibile online su www.bancaditalia.it
- Banca d’Italia, “Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 2/2015”, 6 novembre 2015, disponibile online su www.bancaditalia.it
- Banca d’Italia, “Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 1/2016”, 29 aprile 2016, disponibile online su www.bancaditalia.it
- F. Panetta e F. M. Signoretti, “Domanda ed offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria”, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper), Banca d’Italia, aprile 2010, disponibile online su www.bancaditalia.it
- Osservatorio Mini-Bond, “I Report italiano sui Mini-Bond”, Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2015, disponibile online su www.osservatoriocrowdinvesting.it
- S. Costa e S. Costagli, “I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni al margine del dibattito”, Società italiana di economia pubblica e territoriale-Università di Pavia, XVI Conferenza, 7-8 ottobre 2004 disponibile online su www.siepweb.it
- Pagano, Panetta e Zingales, “Why Do Companies Go Public?”, Journal of Finance, vol. LII N.1, 1998
- Osservatorio Mini-Bond, “II Report italiano sui Mini-Bond”, Politecnico Milano 1863, school of management, febbraio 2016 disponibile online su www.osservatoriocrowdinvesting.it
- F. Panetta, “Un Sistema Finanziario per la Crescita”, intervento nel Convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?" organizzato da The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014, disponibile online su www.bancaditalia.it
- Decreto Legge 22 giugno 2012, n.83, convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012
- Decreto Legge 18 ottobre 2012, n.179, convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012
- Decreto Legge 13 dicembre 2013, n. 145, convertito in Legge il 21 febbraio 2014
- Decreto Legge 24 giugno 2014, n.91, convertito in Legge il 10 agosto 2014
- G. Ferraris, “Mini-bond, le 10 cose da sapere”, Panorama, 20 marzo 2014
- A. Santoro, “Il mini-bond «incentivante»: il caso Bomi”, Amministrazione & Finanza n.1/2015
- Divisione Corporate Finance della Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A, “Il mercato dei Minibond in Italia”, Torino, settembre 2014, disponibile online su www.bancaintermobiliare.com

Analisi Dati Borsa S.p.a., "Mini-Bond, Nuova finanza alle imprese", brochure disponibile online su www.adb.it

TAGG Advisory srl, "Minibond, Le fasi operative: fase 2~Due diligence e revisione", disponibile online www.taggadvisory.it

Banca d'Italia, "Circolare n.216, aggiornamento n.9 del 28 febbraio 2008", 11 marzo 2008, disponibile online su www.bancaditalia.it

Stefano M. Masullo, "MIFID E LA NUOVA CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA", disponibile online su www.assoconsulenza.eu

KPMG Advisory S.P.A., "Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi", 2013, disponibile online su www.kpmg.com/it

M. Di Lucchio, "Imprese, tutti i numeri dei minibond. Chi sono le pmi potenzialmente interessate", Corriere della Sera, sezione economia, 16 novembre 2013

L. di Maio, "Quante piccole e medie imprese in Italia?", Pagella politica, 3 agosto 2015, disponibile online su www.pagellapolitica.it

A. Renda e G. Lucchetta, "L'Europa e le Piccole e Medie Imprese: come rilanciare la sfida della competitività", Dipartimento Politiche Europee, Presidenza del Consiglio dei Ministri, 2013, disponibile online su www.politicheeuropee.it

A+NETWORK Senior Management Consultants, "Internazionalizzazione: scelta obbligata per valorizzare la competitività delle PMI italiane?", II A+Forum, Fondazione Alma Mater, novembre 2013, disponibile online su www.fondazionealmemater.unibo.it

Professor Klaus Schwab and Professor Xavier Sala-i-Martin, "The Global Competitiveness Report 2015–2016", World Economic Forum, Geneva, 2015

World Bank Group, "Doing Business 2016, Measuring Regulatory Quality and Efficiency", World Bank Group Flagship Report, 13th edition, 2016

C. De Cesare, "Moody's boccia le Pmi italiane: troppo deboli", Corriere Della Sera, 27 aprile 2016

Cornell University, INSEAD, and the World Intellectual Property Organization; "The Global Innovation Index 2016: Winning with Global Innovation", Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent Editors, Ithaca, Fontainebleau, and Geneva, 2016

Fernando Alberti, "Perché l'Italia sta perdendo la sfida della competitività?", My Solution, sezione Post, 23 luglio 2013, disponibile online su www.mysolution.it

A.Ricciardi, "La gestione finanziaria delle PMI: criticità e possibili soluzioni", Amministrazione&FINANZA, 1/2009

P. Fratini, "Sottocapitalizzazione aziendale: problemi e debolezze", Obiettivo impresa, Camera di commercio Perugia, 31 dicembre 2011, disponibile online su www.obiettivoimpresaweb.it

S. Coselli, "Il comportamento finanziario delle PMI", Camera di Commercio Milano, Riviste, Indice N.59/2002

S.Baraldi, A.Cifalinò, P.Sacco, "I sistemi di programmazione e controllo", Giappichelli Editore, Torino, 2011

L.F.Mariniello, "Controlli interni ed esterni nelle PMI nella prospettiva di Basilea 2 e degli IFRS", FrancoAngeli, Milano, 2009

L.Angelastri, "Cartolarizzazione dei crediti e mini-bond", il Sole 24 Ore, 20 aprile 2016

AIDEA- Crif,” Progetto AIDEA–CRIF: I mercati delle passività delle PMI - Rapporto di sintesi”, presentazione in occasione del convegno organizzato dallo studio legale Nctm, Milano, 2014 disponibile online su www.bebeez.it

Andrea Greco, “Quei 500 miliardi fermi soffocano le banche il minibond non basta”, Repubblica, sezione AFFARI&Finanza, 16 dicembre 2013

Sitografia

www.consorziocreditoefinanza.it

www.commercialistatelematico.com

www.bancaditalia.it

www.bancaria.it

www.rivisteweb.it

www.osservatoriocrowdinvesting.it

www.siepweb.it

www.panorama.it

www.bancaintermobiliare.com

www.adb.it

www.taggadvisory.it

www.cervedgroup.com

www.assoconsulenza.eu

www.kpmg.com/it

www.epic.it

www.minibonditaly.it

www.istat.it

www.corriere.it

www.crif.it

www.prometeia.it

www.pagellapolitica.it

www.politicheeuropee.it

www.fondazionealmemater.unibo.it

www.weforum.org

www.doingbusiness.org

www.globalinnovationindex.org

www.mysolution.it

www.obiettivoimpresaweb.it

www.mi.camcom.it

www.studiocanuto.com

www.diritto24.ilsole24ore.com

www.bebeez.it

www.repubblica.it

