

Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale

L'emissione di Minibond da parte delle PMI italiane: un'analisi delle
caratteristiche dei contratti emessi

Relatore
Prof. Mattarocci Gianluca

Candidato
Matr.180691
Hong Rui Hui

Anno accademico 2015/2016

Indice

1. Introduzione	3
2. I Minibond	5
2.1 Introduzione	5
2.2 Nascita dei Minibond	5
2.3 Caratteristiche dei Minibond	8
2.4. Quadro normativo	12
2.5 Conclusioni	19
3. Il mercato dei Minibond in Italia	20
3.1 Introduzione	20
3.2 Nascita ed evoluzione del mercato	20
3.3 Composizione attuale del mercato	24
3.4 Caratteristiche delle emissioni fatte nel mercato	29
3.5 Potenziale del mercato	35
3.6 Conclusioni	40
4. Caratteristiche dei contratti offerti rispetto alle obbligazioni ordinarie	41
4.1 Introduzione	41
4.2 Differenze e vantaggi dei Minibond rispetto alle obbligazioni ordinarie	41
4.3 L'emissione di CAAR S.P.A	49
4.4 Conclusioni	55
5. Conclusioni	56

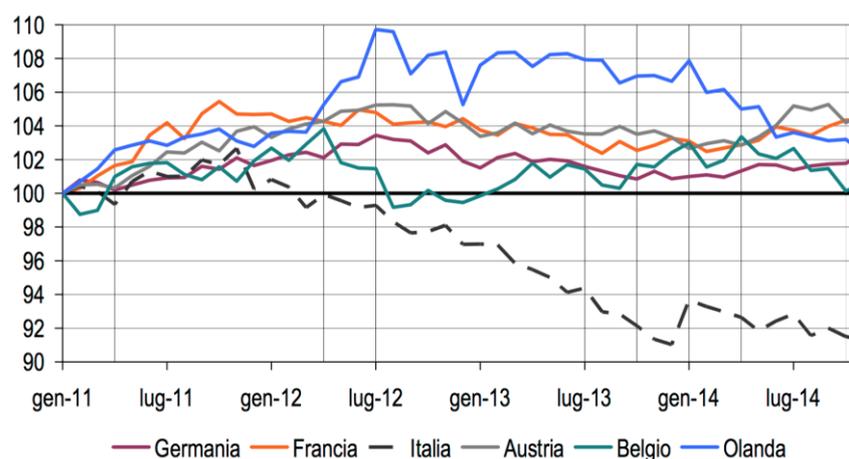
1 Introduzione

A seguito della crisi finanziaria scaturita dai mutui subprime iniziata nel 2006 negli Stati Uniti, poi arrivata in Europa, l'economia mondiale entrò in recessione, scaturendo problemi sia economici che sociali.

Un effetto di scala mondiale, è stato il credit crunch, il quale indica un calo significativo dell'offerta del credito, il quale fu causato anche dall'innalzamento dei tassi d'interesse da parte delle banche per limitare l'innalzamento dell'inflazione e per evitare di concedere il credito a soggetti non sufficientemente redditivi da permettersi tale costo, quindi per limitare il rischio.

Tale fenomeno colpì anche l'Italia, e secondo le varie statistiche, le imprese italiane furono quelle più colpite da tale fenomeno all'interno dell'eurozona.

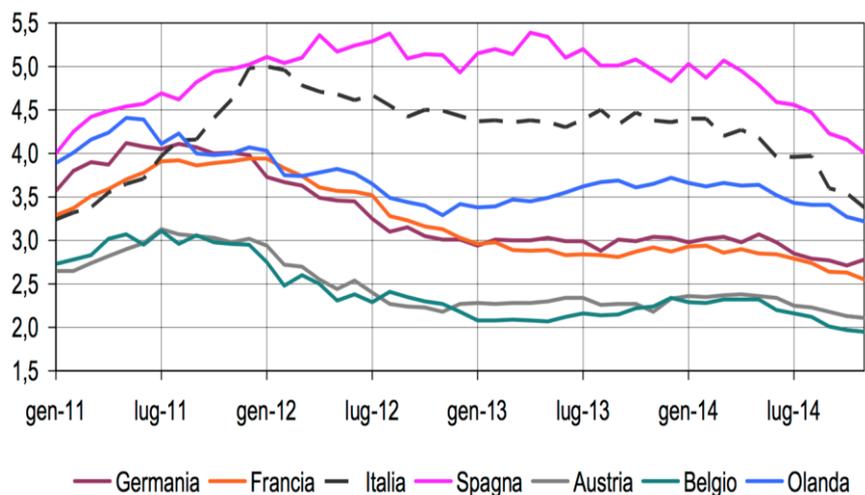
Figura 1.1 : Andamento del credito bancario all'interno dell'eurozona



Fonte: Elaborazione Cer su dati BCE

Le PMI subirono questo fenomeno più delle altre imprese in quanto il canale bancario risultava l'unica fonte di finanziamento esterno su cui potevano fare affidamento ed al contrario delle grandi imprese che avendo un maggior potere contrattuale per il debito (in quanto potevano richiedere capitale sul mercato finanziario), le PMI affrontavano un costo del debito sempre più alto, tra i più alti d'Europa.

Figura 1.2 : Costo del debito all'interno dell'Eurozona(sotto il milione di euro)



Fonte: Elaborazione CER su dati BCE

Per contrastare tale fenomeno e rilanciare l'economia, in Italia il legislatore ha introdotto tramite il decreto sviluppo la possibilità di emissione di strumenti finanziari anche alle società non quotate ed alle PMI.

2 I Minibond

2.1 Introduzione

Nel capitolo verrà analizzato uno strumento finanziario nuovo per il mercato italiano, chiamato ‘Minibond’, avente come obiettivo principale combattere il fenomeno del ‘credit-crunch’ tramite la creazione di una nuova fonte di finanziamento per le P.M.I ed il rilancio dell’economia italiana.

Il primo paragrafo presenta la nascita e lo sviluppo dei Minibond nel mercato finanziario italiano spiegando inoltre il motivo principale della loro creazione.

Il secondo paragrafo illustra le principali differenze con gli altri strumenti finanziari e le caratteristiche dei Minibond.

Il terzo paragrafo mostra le normative che hanno introdotto e regolano i nuovi strumenti finanziari ed il mercato stesso.

2.2 Nascita dei Minibond

L’eccessivo livello di bancarizzazione è uno dei limiti del sistema produttivo italiano ben noto da tempo ma che negli ultimi anni ha continuato ad acuirsi fino a diventare un freno allo sviluppo e all’uscita dalla crisi e che ha portato il legislatore ad introdurre nuovi strumenti finanziari per trovare una soluzione a tale limite.¹

L’introduzione del Decreto Legge 22 Giugno 2012, n.83 (c.d. Decreto Sviluppo), convertito in legge 7 Agosto 2012 n.134, ha introdotto numerose misure volte a consentire un rilancio

¹ Confindustria Toscana, “Linee guida sui Minibond” dicembre 2013

dell'economia italiana ed in particolare delle P.M.I, considerate l'area più rilevante dell'apparato industriale italiano.

Tra i principali strumenti adottati, occorre evidenziare quello previsto dall'articolo n.32 del decreto, con cui si è introdotta la figura dei cosiddetti "Minibond", che rappresentano cambiali finanziarie e obbligazioni emesse dalle P.M.I. in deroga alla normativa generale prevista per le imprese di maggiori dimensioni quotate.

Tale norma ha aperto l'accesso al mercato dei capitali anche alle imprese non quotate, consentendo alle stesse (con espressa esclusione delle banche e delle micro-imprese) di ottenere capitali di investimento attraverso l'emissione di strumenti di debito a breve termine, detti anche cambiali finanziarie che hanno durata fino a 36 mesi ed/o di medio-lungo termine, con gli stessi benefici fiscali previsti per gli emittenti quotati.²

Una portata innovativa di questo nuovo strumento di finanziamento è la possibilità per le PMI di far ricorso al mercato dei capitali in sostituzione alla richiesta di credito nei confronti delle banche, contrastando il "banco-centrismo" del sistema finanziario italiano, considerato uno svantaggio in quanto le banche sono state l'unica fonte di finanziamento per tali imprese, al contrario delle grandi imprese, infatti, con l'inizio della recessione economica, si verificò il fenomeno del "credit-crunch", fenomeno che ha come caratteristica un calo significativo della concessione di credito da parte delle banche ed un innalzamento dei tassi di interesse (Figura2.1).

² School of Management del politecnico di Milano, "Report italiano sui Minibond" 2015

Figura 2.1: Variazione del credito bancario a favore delle imprese italiane



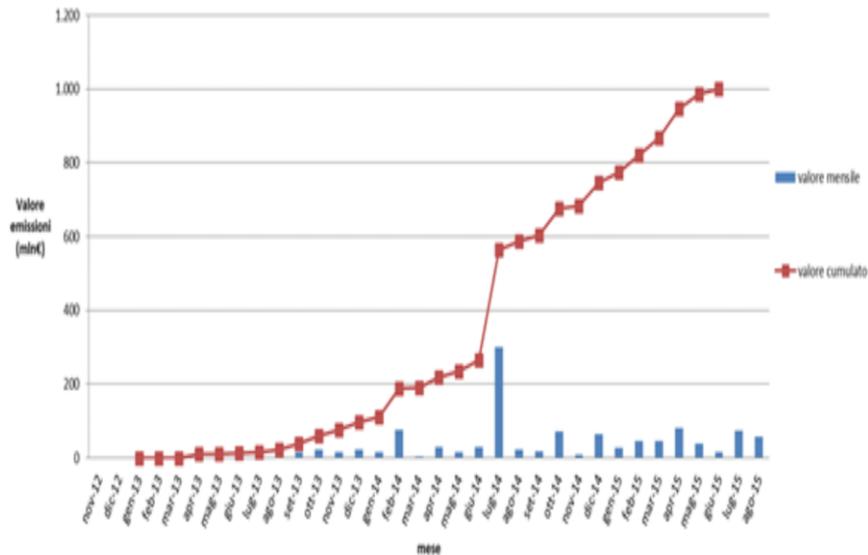
Fonte: Banca d'Italia

A causa di tale fenomeno, molte imprese aventi come fonte di finanziamento unicamente le banche, non hanno potuto soddisfare il proprio fabbisogno finanziario e tale razionamento del credito ha portato alla chiusura delle aziende stesse.

Nel periodo in cui si è registrata la maggiore diminuzione del credito erogato da intermediari, le imprese hanno fatto ricorso ai minibond per sostituire (in parte) le risorse non rese disponibili dal sistema bancario (Figura 2.2).

Figura 2.2: Crescita delle emissioni dei Minibond tra il 2012 ed il 2015

andamento temporale ammontare
(emissioni ≤ € 50 mln)



Fonte: Osservatorio Minibond, School of Management, Politecnico di Milano

2.3 Caratteristiche dei Minibond

I Minibond sono titoli di debito di medio-lungo termine (di durata superiore ai 36 mesi) emessi dalle P.M.I a seguito nelle recenti normative introdotte dal decreto sviluppo.

Il principale obiettivo che un'impresa si propone quando decide di ricorrere ai mini-bond è quello di raccogliere nuove risorse finanziarie, realizzando una diversificazione delle proprie fonti di finanziamento a titolo di capitale di debito.³

L'emissione dei Minibond è possibile solo in base a tre pre-requisiti:

Requisiti formali, che si differenziano in:

³ Consorzio camerale per il credito e la finanza, Ministero dello sviluppo economico, "I minibond, istruzioni per l'uso" (2014)

- essere Società o Enti (ad es. società di capitali, società cooperative, mutue assicuratrici) anche non emittenti strumenti finanziari di capitale quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione; non deve comunque trattarsi di banche e micro-imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361 CE della commissione europea del 6 maggio 2013;
 - emettere e sottoscrivere titoli a favore di investitori qualificati, pena la perdita dei vantaggi fiscali concessi dal D.L. 83/2012 con riferimento alla deducibilità degli interessi passivi, a meno di quotazione dei titoli su mercati regolamentati o MTF (Multi Trading Facility);
 - gli investitori qualificati non devono essere riconducibili alla proprietà dell'impresa (ossia detenere più del 2 % del capitale o patrimonio dell'emittente) - nemmeno parzialmente, anche in via indiretta o per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona - pena la perdita dei vantaggi fiscali concessi dal D.L. 83/2012 con riferimento alla deducibilità degli interessi passivi, a meno di quotazione dei titoli su mercati regolamentati o MTF (Multi Trading Facility).
1. Requisiti di mercato, i quali risultano essere:
- avere una solidità finanziaria (rating investment grade o disponibilità di garanzie collettive);
 - rispettare i limiti fissati dal comma 1 art. 2412 c.c. (obbligazioni totali emesse non superiori al doppio del capitale sociale più riserve), a meno di quotazione del titolo

su mercati regolamentati o MTF (Multi Trading Facility) ovvero di titolo convertibile in azioni;

- impiegare tali risorse finanziarie a supporto di progetti di crescita, non finalizzate a sostituzione o ristrutturazione del debito bancario;

2. Requisiti informativi, che sono:

- bilancio degli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno il più recente sottoposto a revisione contabile;
- rating emittente;
- disponibilità di un business plan dettagliato e solido;
- processi e sistemi dell'area amministrazione e controllo in grado di produrre un reporting periodico (bilanci di periodo e previsionali, con frequenza almeno semestrale);
- documento societario con alcune informazioni essenziali (atto costitutivo, statuto della società emittente, certificato di vigenza rilasciato dalla competente Camera di Commercio, certificato fallimentare rilasciato dalla competente sezione del Tribunale Fallimentare);
- non è richiesta la pubblicazione di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva Prospetti.⁴

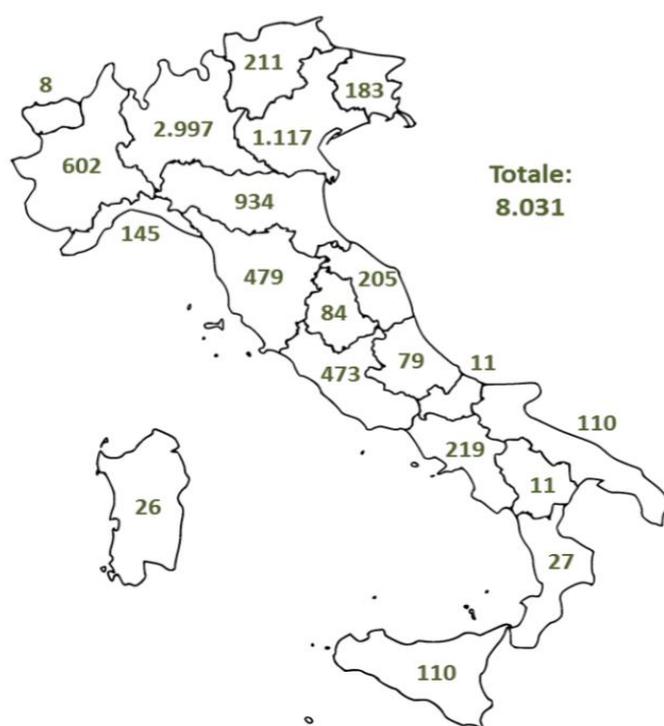
Una società tipo, potrà avere le seguenti caratteristiche:

- fatturato a partire da € 10 mln (taglio minimo di minibond circa € 2-3 mln);
- presenza sui mercati esteri e/o progetti di crescita internazionale;

⁴ Confindustria Toscana, "Linee guida sui Minibond" (dicembre 2013)

- ricorso al debito commisurato alla redditività operativa (debiti onerosi/Ebitda < 5);
- utilizzo non elevato della leva (posizione finanziaria netta/patrimonio netto < 2-3);
- necessità di risorse finanziarie a supporto della crescita (no sostituzione di debito bancario).

Figura 2.3 Distribuzione geografica delle imprese sul territorio italiano che hanno i requisiti minimi per l'emissione dei Minibond



Fonte: Elaborazione su dati Aida, per società di capitali attive e su dati relativi ai bilanci 2012 con le seguenti caratteristiche: fatturato compreso tra 10 e 200 milioni di euro, EBITDA/fatturato maggiore di 5%, debito/patrimonio netto inferiore a 3, debito/EBITDA inferiore a 4, oneri finanziari/EBITDA inferiore a 35%, ROS maggiore di 2,5%

2.4 Quadro normativo

L'emissione dei Minibond da parte delle P.M.I. in Italia è iniziata nel 2012 attraverso l'entrata in vigore di diversi provvedimenti legislativi.

Tali provvedimenti sono stati i Decreti Sviluppo⁵ e Sviluppo bis⁶, il piano 'Destinazione Italia'⁷ ed il Decreto Competitività⁸.

I Decreti Sviluppo e "Sviluppo bis" hanno introdotto il decreto legislativo sull'emissione dei Minibond nell'ordinamento italiano.

L'obiettivo di questi decreti era quello di ampliare gli strumenti di finanziamento a disposizione delle P.M.I.

Un'altra novità importante è stata quella di allineare il regime fiscale applicato ai Minibond emessi da società non quotate rispetto a quello delle società quotate.

Grazie a questa riforma sono state modificate le disposizioni per le cambiali finanziarie ed obbligazioni. Per i titoli emessi da società con azioni non quotate (escluse le banche e le microimprese) e negoziati su mercati regolamentati, gli interessi passivi sono diventati deducibili ai fini dell'IRES entro il 30% del margine operativo lordo.

Nel caso di titoli non quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, gli interessi passivi sono diventati deducibili fino al 30% del margine operativo lordo solo se i titoli sono detenuti da investitori qualificati come banche, assicurazioni, fondi di investimento, che non detengono una quota superiore al

⁵ D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012

⁶ D.L 18/10/2012 n.179 convertito con la legge 17.12.2012 n.221

⁷ D.L 145/2013 convertito dalla legge 9/2014

⁸ D.L 91/2014 convertito dalla legge 116/2014

2% del capitale della società emittente e a condizione che il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in nazioni che garantiscano un adeguato scambio di informazioni.

Il Decreto ‘Sviluppo’⁹ ha inoltre ampliato la validità del regime scale sugli interessi percepiti dagli investitori previsto dal D.L. 239/1996 anche alle società per azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione e alle società non quotate.

In particolare l’imposta sostitutiva pari al 20% (poi elevata al 26% dal 1 luglio 2014) si applica agli interessi e proventi, provenienti da:

- titoli obbligazionari emessi da banche, società per azioni quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Paesi appartenenti all’Unione Europea o inclusi nella ‘white-list’;
- titoli emessi da enti pubblici;
- titoli obbligazionari e simili emessi da società non pubbliche, non europee e non incluse nella white-list, negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Paesi appartenenti alla ‘white list’.

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

Una ulteriore agevolazione è la deducibilità delle spese di emissione, che consistono in 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

⁹ D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012

le altre spese relative all'emissione, le quali ora sono deducibili nell'esercizio in cui sono state sostenute, secondo il principio di cassa.

Dal punto di vista civilistico il Decreto 'Sviluppo'¹⁰ ha rimosso il limite per le società non quotate di emettere titoli per un ammontare non superiore al doppio del proprio patrimonio netto, a patto che i titoli siano destinati ad essere quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Decreto Legge 145/2013, convertito dalla Legge 9/2014, contenente il piano 'Destinazione Italia' ha introdotto disposizioni che hanno apportato novità riguardo la cartolarizzazione dei titoli obbligazionari, il privilegio speciale e l'imposta sostitutiva.

Per quanto riguarda la cartolarizzazione dei titoli, è stata estesa l'applicazione della Legge 130/1999 anche alle obbligazioni e titoli simili, ma non i titoli partecipativi, ibridi e convertibili.

La finalità di questo provvedimento è stata quella di favorire la nascita di nuovi fondi che investano in Minibond, e quindi sostenerne la domanda.

Un'altra importante innovazione è stata la possibilità per le società assicurative di considerare i Minibond come strumenti per la copertura delle riserve tecniche.

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

¹⁰ D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012

Per facilitare le imprese italiane l'accesso a risorse finanziarie, in particolare a canali alternativi a quello bancario, è stato esteso il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività dell'impresa, anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie.

La nuova norma dà la possibilità alle imprese di utilizzare i beni destinati alla propria attività per ottenere finanziamenti senza l'obbligo di privarsene.

Il privilegio speciale viene definito come “una garanzia più efficiente rispetto alle tipiche garanzie reali”, come ad esempio l'ipoteca ed il pegno.

Questo favorisce le PMI, che spesso sono prive di proprietà immobiliari di alto valore e le permette di servirsi dei propri beni per svolgere le attività produttive, offrendo allo stesso tempo una maggiore tutela per gli investitori e permettendo una riduzione del costo del capitale.

Un'altra particolarità introdotta dal Decreto, è il regime d'imposizione indiretta sui finanziamenti di medio-lungo termine soggetti all'imposta sostitutiva.

Tale agevolazione (con applicazione opzionale) è applicabile anche a modifiche o estinzioni di finanziamenti strutturati, per esempio obbligazioni, garanzie, estendendosi anche su tutti i tipi di garanzie, surroghe, incluse le cessioni di credito e trasferimenti delle garanzie stesse.

Con il Decreto firmato dal Ministro dello Sviluppo Economico il 5 giugno 2014, è stata estesa la copertura del Fondo statale di Garanzia per le P.M.I alle sottoscrizioni di Minibond da parte di investitori qualificati.

Si tratta di uno stanziamento destinato per il 40% a garanzia su operazioni singole e per il restante 60% a garanzia sui portafogli di Minibond.

Gli intermediari finanziari, banche e gestori di fondi sono i soggetti richiedenti, mentre i beneficiari finali sono le emittenti stesse dei titoli.

I requisiti per ottenere il finanziamento sono molteplici:

- l'emissione deve essere finalizzata a finanziare le attività dell'impresa e non alla sostituzione di linee di credito già erogate;
- i titoli devono essere sottoscritti in data successiva a quella di delibera del consiglio di gestione che ha approvato la garanzia;
- la scadenza dei titoli deve essere compresa tra i 36 e 120 mesi;
- la quota coperta dal Fondo non deve essere assistita da altre garanzie.

Si precisa inoltre che la garanzia su una singola sottoscrizione è espressa in termini percentuali e può raggiungere la soglia del 50% in caso di rimborso graduale dell'obbligazione e del 30% in caso di rimborso alla scadenza.

In ogni caso, la garanzia può assumere un valore massimo pari a € 1,5 milioni per una singola sottoscrizione ed è sottoposta da un processo di valutazione basato su modelli di 'scoring' da parte del Fondo.

Se presente, si considera il rating Standard & Poor's il quale deve essere almeno pari a B-.

Per quanto riguarda le garanzie su portafogli di Minibond, le garanzie devono essere costituite da singole sottoscrizioni di importo pari al 3% del valore nominale totale dei titoli nel portafoglio, inoltre il valore complessivo nominale deve essere compreso tra € 50 milioni e € 300 milioni.

Le garanzie coprono fino ad un massimo di:

- 80% della cosiddetta ‘tranche junior’, ovvero la quota che sopporta le prime perdite del portafoglio;
- 8% del valore nominale totale del portafoglio;
- 80% della perdita di ciascuna operazione presente nel portafoglio.

Il Decreto Competitività¹¹ contiene altre novità che hanno come obiettivo principale il miglioramento della competitività delle imprese italiane.

Per quanto riguarda il finanziamento creditizio, è stabilito che le compagnie assicurative e le società di cartolarizzazione possano concedere credito diretto alle imprese, possibilità introdotta anche per i fondi di investimento.

Viene inoltre eliminata la ritenuta di acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e compagnie d’assicurazione esteri, al fine di incentivare l’arrivo di capitali stranieri per la crescita.

Un primo provvedimento è l’eliminazione della ritenuta d’acconto del 26% sugli interessi e i proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali come ExtraMot Pro (solo per investitori istituzionali).

¹¹ D.L. 91/2014 convertito dalla legge 116/2014

I sottoscrittori non devono più pagare imposte gravose per trasferire le garanzie accessorie, ad esempio sui crediti ipotecari. Inoltre viene estesa l'esenzione da ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e titoli simili corrisposti a società di cartolarizzazione che li sottoscrivono.

Tutti questi provvedimenti mirano a favorire sia l'emissione diretta di titoli obbligazionari da parte delle imprese, sia alla riduzione del costo del capitale sia alle operazioni di cartolarizzazione atte a 'impacchettare' piccole emissioni per renderle più attraenti agli occhi degli investitori e diversificare il rischio di insolvenza.

2.5 Conclusioni

Nel capitolo sono state analizzate le caratteristiche principali del Minibond, il quale è suddiviso in due categorie distinte principalmente in base alla durata dello strumento.

Inoltre sono elencate le varie caratteristiche fondamentali che deve avere una società "tipo" e la distribuzione di tali società sul territorio italiano (figura 2.3).

Vengono inoltre analizzate le normative che sia civilistiche che fiscali che regolano lo strumento finanziario in Italia.

Tali normative, oltre a regolare lo strumento, hanno avuto come scopo principale rendere più efficiente il mercato finanziario italiano, fornire un'alternativa di finanziamento che prima era concessa solo dalle banche, migliorando la competitività delle imprese stesse.

3 Il Mercato dei Minibond in Italia

3.1 Introduzione

A seguito dell'introduzione dello strumento finanziario chiamato "minibond", è stato necessario creare un mercato il quale permette lo scambio e la circolazione dello strumento stesso.

Nel capitolo che segue, verrà presentata la nascita del mercato dei minibond, tramite la necessaria creazione di un mercato secondario all'interno del mercato ExtraMot, chiamato ExtraMot Pro.

Successivamente verranno identificati i soggetti che compongono il mercato e le principali caratteristiche delle emissioni, in termini di scadenza e remunerazione per gli investitori.

Infine verrà mostrato attraverso un'analisi effettuata da Cerved Group, il potenziale del mercato dei minibond in Italia.

3.2 Nascita ed evoluzione del mercato

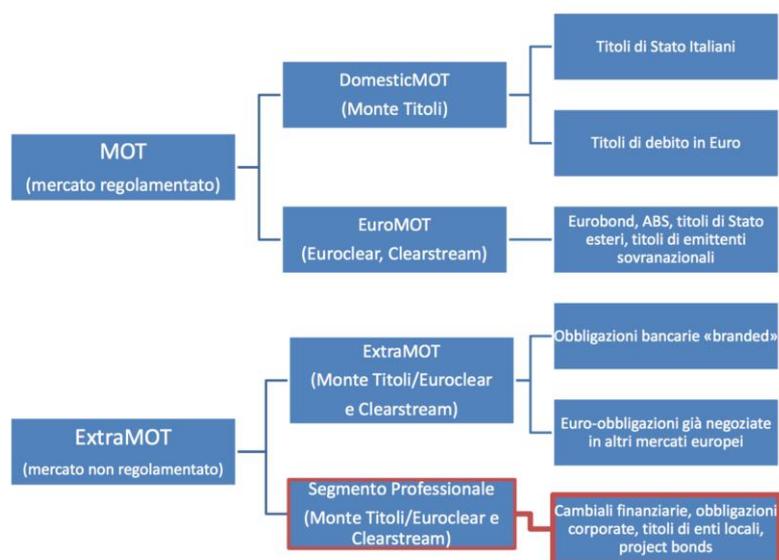
Parallelamente alle riforme normative, si è posta la necessità di offrire alle imprese e agli investitori un mercato secondario per le obbligazioni emesse da società non quotate in Borsa, di qualsiasi dimensione, interessate a cogliere le opportunità del nuovo quadro normativo.¹²

Nel febbraio 2013, Borsa Italiana S.p.A. ha deciso di creare un apposito segmento dell'esistente sistema multilaterale di negoziazioni denominato ExtraMOT con l'obiettivo di offrire alle aziende italiane un mercato nazionale obbligazionario flessibile,

¹² School of Management del politecnico di Milano, "Report italiano sui Minibond"(2015)

economico ed efficiente in cui cogliere le opportunità e i benefici (anche) fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo.¹³ Detto segmento, riservato alla negoziazione dei titoli di debito esclusivamente da parte di investitori professionali e denominato «ExtraMOT Pro», rappresenta quindi una pratica modalità attuativa delle novità legislative di cui sopra con il fine di eliminare i principali vincoli all'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI italiane non quotate.¹⁴

Figura 3.1 : Posizionamento del Mercato ExtraMot Pro rispetto agli altri mercati obbligazionari nella borsa italiana.



Fonte: Borsa italiana

¹³ Decreto legge n. 83/2012, c.d Decreto Sviluppo

¹⁴ Augusto Santoro, Amministrazione & Finanza n. 1/2015, Il mini-bond «incentivante»: il caso Bomi,

Il nuovo segmento è nato per offrire alle PMI un mercato nazionale flessibile, economico ed efficiente in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo (decreto legge n. 83/2012, c.d Decreto Sviluppo).

L'infrastruttura regolamentare del nuovo segmento offre alle PMI un primo accesso ai mercati dei capitali semplice ed economico. Gli unici requisiti per le società sono pubblicare il bilancio degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile e l'aver messo a disposizione un documento informativo con alcune informazioni essenziali. Non è richiesta la pubblicazione di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva Prospetti.

Successivamente alla quotazione è richiesta la pubblicazione di bilanci annuali revisionati, dei giudizi di rating se pubblici, l'informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti, ed eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti (es. date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento).

Il segmento ha la medesima struttura del mercato ExtraMOT ma è consentita la negoziazione ai soli investitori professionali. È inoltre facoltativa la presenza di un operatore specialista a sostegno della liquidità del titolo.

Tecnicamente non si tratta di un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un sistema di scambi organizzato (multilateral trading facility) attivo con una piattaforma di

negoziazione elettronica, con procedure di settlement automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea. ExtraMOT PRO è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, assicurazioni, enti pubblici e loro controllate; ad esse viene data la possibilità di comunicare periodicamente con gli investitori, in modo trasparente e standardizzato.

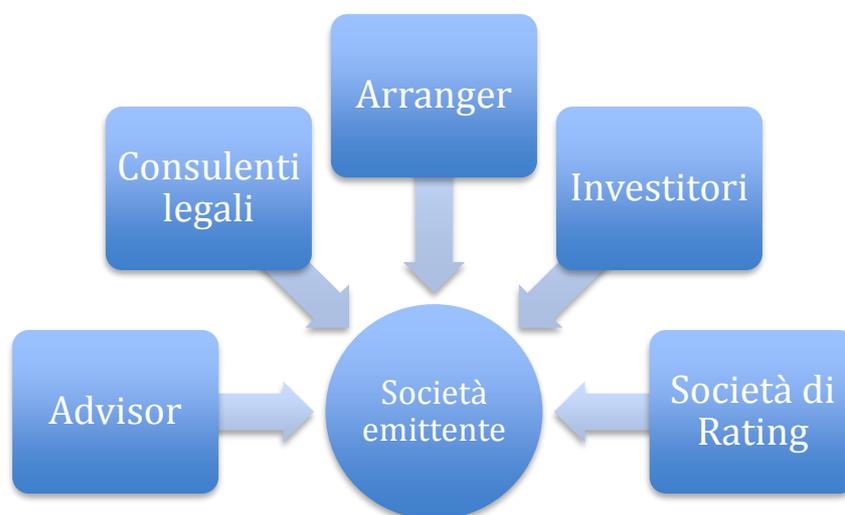
Il segmento ExtraMOT PRO vuole essere una soluzione economica e “snella” alla quotazione dei minibond; l’obiettivo è creare un mercato di scambio flessibile ed efficiente (aperto solo agli investitori istituzionali visti i vincoli normativi) che fornisca visibilità attraverso il brand internazionale di Borsa Italiana.¹⁵

3.3 Composizione del mercato

All’interno del mercato, oltre alle società emittenti ed gli investitori, operano altri soggetti che sono fondamentali per l’emissione dei minibond e sono l’advisor, i consulenti legali, l’arranger, gli investitori e le società di rating.

¹⁵ School of Management del politecnico di Milano, ”Report italiano sui Minibond”(2015)

Figura 3.2 : Soggetti coinvolti



Fonte: Elaborazione dell'autore

- **Advisor:** L'advisor è un consigliere che affianca le aziende in momenti particolari, ad esempio quando debbano realizzare operazioni straordinarie che richiedono competenze specialistiche, qual è il caso di un'emissione di mini-bond. Si tratta generalmente di società specializzate oppure di banche che dispongono di una divisione specializzata. Nel nostro caso, l'advisor affianca la società emittente nei diversi passaggi necessari per giungere all'emissione del mini-bond garantendo, al contempo, il coordinamento dei soggetti coinvolti nel processo di emissione (arranger, agenzia di rating, Borsa Italiana, consulenti legali e altri eventuali consulenti). Esso svolge un triplice ruolo di valutatore preliminare dell'emittente, di

organizzatore dell'operazione e di supervisione dell'attività di redazione dei documenti necessari. Nella fase propedeutica, l'advisor realizza una valutazione preliminare dell'emittente e un'analisi di fattibilità/convenienza economico-finanziaria dell'emissione. A tal fine, vengono esaminati, tra gli altri, il tipo di business, la situazione finanziaria attuale e prospettica, i principali indicatori di bilancio e il progetto di sviluppo che si intende finanziare. Successivamente, laddove si verifichi la sussistenza delle condizioni necessarie per la realizzazione dell'operazione, l'advisor predispone i dati e i documenti necessari al successivo processo di due diligence e all'eventuale emissione del rating. In terzo luogo, identifica le caratteristiche dell'obbligazione più adatte al progetto di sviluppo dell'azienda e al suo profilo economico-finanziario. Collabora, poi, alla ricerca e al contatto di potenziali investitori per valutare l'interesse del mercato all'emissione. Può assistere, infine, l'emittente anche nelle fasi successive all'emissione attraverso l'analisi periodica del rispetto dei covenants e l'indicazione di eventuali criticità legate all'andamento economico-finanziario delle società.¹⁶

- Consulenti legali: Le società di consulenza legale affiancano la società emittente per la realizzazione degli adempimenti e per la redazione dei documenti necessari per il completamento dei diversi passaggi che condurranno

¹⁶ Consorzio camerale per il credito e la finanza, I mini-bond istruzioni per l'uso, Roberto Calugi, Valentina Morelli e Gianmarco Paglietti

all'emissione ed, eventualmente, alla quotazione dei titoli. A titolo esemplificativo, possono assistere la società emittente nella redazione del regolamento del prestito, nella realizzazione della due diligence legale, nella definizione e valutazione delle clausole e dei contratti da siglare con investitori e altri operatori del mercato, senza dimenticare la documentazione necessaria per la quotazione sul mercato di Borsa.¹⁷

- Arranger: L'arranger svolge il ruolo di coordinatore finanziario del processo di emissione e si interfaccia con i diversi soggetti coinvolti nella strutturazione dell'operazione, soprattutto per quanto riguarda il reperimento dei fondi e il collocamento dei titoli sul mercato. Nella fase a monte, l'arranger può affiancare o confrontarsi con l'advisor nella valutazione complessiva dell'emittente e del suo piano industriale, attraverso l'analisi dell'andamento del settore e del benchmark di mercato, la verifica attuale e prospettica della sostenibilità del debito, la valutazione della situazione finanziaria corrente dell'emittente, l'esame dei rapporti con le banche e dell'andamento delle linee di credito. Sulla base dei risultati, una volta verificata la sostenibilità dell'operazione, provvede a strutturare il prestito obbligazionario, con la definizione della cedola, del tasso e della durata. Allo stesso modo, collabora alla definizione dei covenants e alla stesura del regolamento dell'emissione. Infine, svolge l'attività di

¹⁷ Consorzio camerale per il credito e la finanza, I mini-bond istruzioni per l'uso, Roberto Calugi, Valentina Morelli e Gianmarco Paglietti

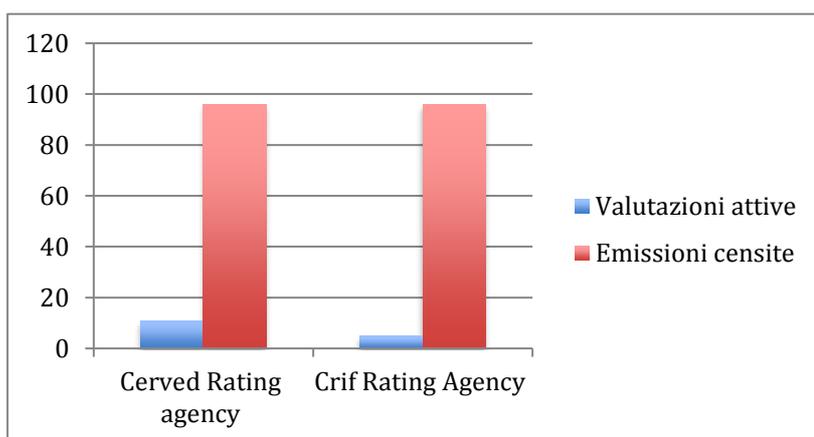
marketing presso gli investitori per il collocamento dei titoli.¹⁸

- Investitori: La normativa riserva l'investimento nei minibond alla sola categoria degli investitori professionali, i quali si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per comprendere e valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi. Possono pertanto sottoscrivere le emissioni di minibond gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi aperti, fondi chiusi, fondi speculativi, fondi pensione), banche, SIM, finanziarie regionali e fondazioni. Con i recenti interventi normativi la platea è stata allargata alle società assicurative.
- Società di rating: l'emissione del rating non è un passo obbligatorio per il collocamento di un mini bond, ma un buon numero di imprese emittenti ha comunque deciso di percorrere questa strada, per dare al mercato un ulteriore segnale informativo. Con l'arrivo dei fondi di private debt si può prevedere che la tendenza si consoliderà, dal momento che alcuni di essi certamente porranno come vincolo la richiesta di un rating per l'emissione. Nell'Unione Europea, possono emettere un rating solo le agenzie riconosciute e registrate dall'ESMA (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea di supervisione sul settore. Gli attori nazionali che finora si sono distinti sul mercato per il maggiore attivismo sulle

¹⁸ Consorzio camerale per il credito e la finanza, I mini-bond istruzioni per l'uso, Roberto Calugi, Valentina Morelli e Gianmarco Paglietti

emissioni di taglia minore sono due: Cerved Rating Agency (con 11 valutazioni di rating all'attivo, sulle 96 emissioni censite) e Crif Rating Agency (con 5 emissioni).

Figura 3.3: Valutazioni delle agenzie di rating italiane sui minibond :



Fonte: Produzione dell'autore

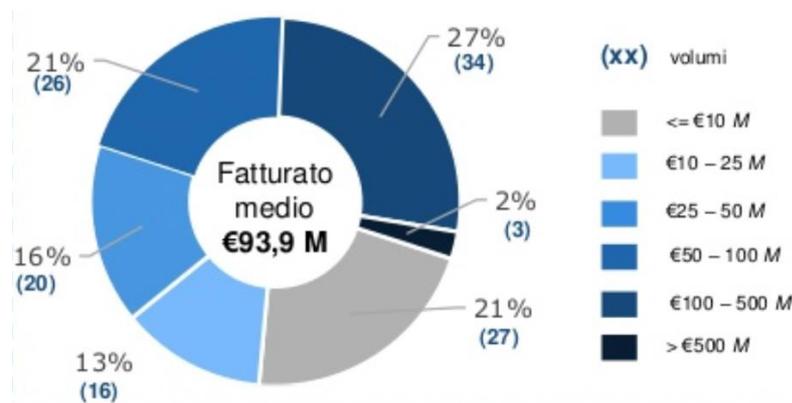
3.4 Caratteristiche delle emissioni fatte nel mercato

Le emissioni effettuate dalle imprese emettitrici di minibond, si possono differenziare in base al taglio, la scadenza e la remunerazione.

Per quanto riguarda il taglio, le emissioni vengono divise in tagli di valore minore od uguale a 50 milioni, in tagli da 50 fino a 150 milioni ed infine in tagli da 150 a 500 milioni.

Secondo uno studio effettuato da minibonditaly ed epic private investment community, al 31 dicembre 2015 risultava un totale di 5.5 miliardi di euro.

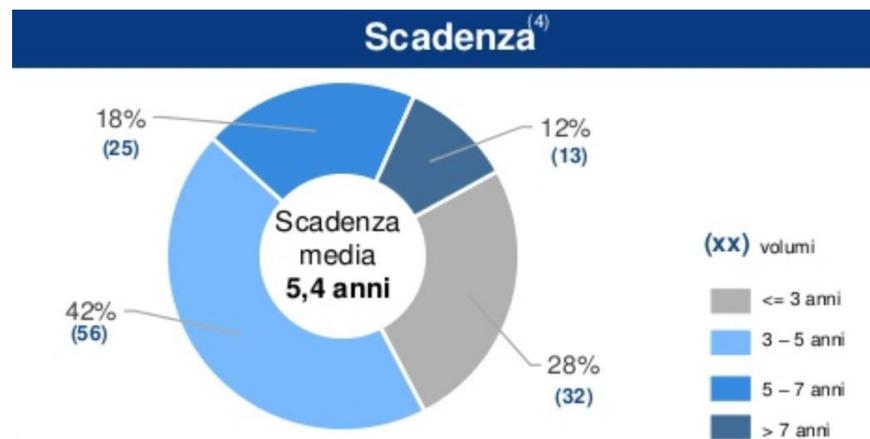
Figura 3.4: Importo delle emissioni di Minibond in Italia



Fonte : Barometro minibond, market trends

Le scadenze variano a seconda delle necessità delle imprese emittenti ma è possibile rilevare che la scadenza media si aggira intorno ai 5,4 anni.

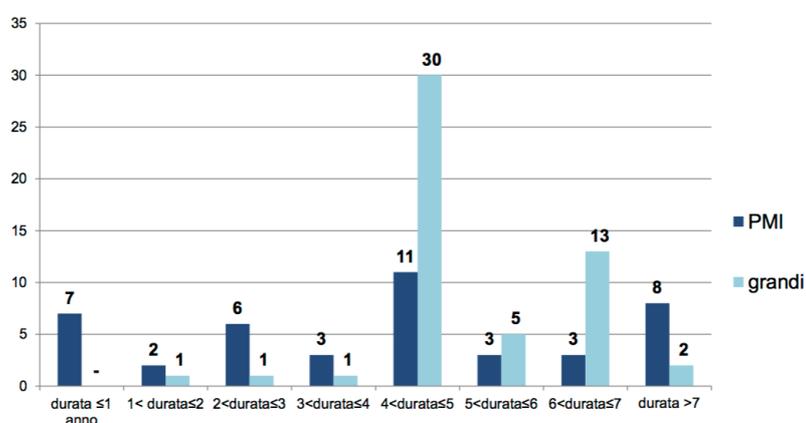
Figura 3.5 : Scadenza media



Fonte : Barometro minibond, market trends

Sempre attraverso alla durata della scadenza è stato possibile evidenziare che le scadenze da parte dei minibond emessi dalle PMI sono brevi (inferiore ai 5 anni) mentre le grandi¹⁹ imprese collocano minibond quasi sempre a 5 o 7 anni.

Figura 3.6: Distribuzione della scadenza media con differenziazione fra PMI e grandi imprese



Fonte : analisi di un campione di 96 emissioni da parte dell'osservatorio Minibond del politecnico di Milano

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

¹⁹ Per grandi imprese, si intendono quelle imprese che hanno più di 250 dipendenti ed un fatturato maggiore di 50 milioni di euro

Per quanto riguarda la remunerazione del minibond, essa avviene attraverso il pagamento di una cedola periodica, definita in percentuale rispetto al valore nominale del titolo. La cedola può essere fissa e costante per tutta la durata del prestito oppure variabile e indicizzata a un qualche parametro osservabile di mercato (in genere ad un tasso inter- bancario quale l'Euribor o il Libor). Inoltre la cedola annuale può essere liquidata in date di godimento differenziate (ogni anno, ogni semestre, ogni trimestre). L'importo della cedola dipende da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla struttura per scadenza dei tassi). Inoltre la cedola sarà proporzionale al possibile rischio d'insolvenza dell'emittente: maggiore è il rischio percepito, maggiore sarà il premio di rendimento richiesto dagli investitori. Infine, data la scarsa liquidità dei minibond sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che è maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell'emissione.²⁰

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

²⁰ School of Management del politecnico di Milano, "Report italiano sui Minibond"(2015)

Ogni società possiede una propria scala di valutazione, dove verrà “posizionato” l'emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità della struttura patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa. L'emissione del rating non è obbligatoria.

Il rating è tipico delle emissioni fatte da grandi imprese, e per collocamenti di grandi dimensioni. Molto meno frequente è il ricorso a tale segnale per le PMI. Si può ipotizzare che da una parte le PMI siano più sensibili nel ‘risparmiare’ rispetto a questo costo, rinunciando ai possibili benefici, dall'altra parte è lecito pensare che per una piccola impresa, che intende collocare un ammontare ridotto di minibond, vi sia la possibilità di un'interlocuzione diretta con gli investitori interessati, i quali potranno valutare in prima persona la situazione patrimoniale-reddituale dell'emittente.

Un altro fattore che andrà ad incidere sulla remunerazione offerta dai minibond sarà la presenza nel Regolamento dell'emissione di eventuali opzioni, in capo all'emittente o all'investitore. E' frequente la possibilità, che si riserva l'emittente, di rimborso anticipato del titolo; in questo caso si parla di un minibond callable. In pratica vuol dire che, a discrezione dell'impresa, in futuro il titolo potrà essere rimborsato anche prima della scadenza. Ciò potrebbe risultare opportuno se l'emittente intravede la possibilità di potersi rifinanziare a condizioni migliori, oppure se un inatteso ingresso di cassa permetterà di disporre della liquidità sufficiente per il rimborso. A parità di tutto il resto, questa opportunità avvantaggia l'impresa emittente, poiché si tratta di un'opzione che sarà esercitata quando ad essa conviene.

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

La presenza della sola opzione call è più comune fra le PMI e le società finanziarie. Si è notato che l'opzione put è invece relativamente più frequente per le emissioni sopra € 50 milioni e per quelle a lunga scadenza. Le imprese non quotate sono più propense a offrire entrambe le tipologie di opzioni. Una possibile spiegazione può essere legata al fatto che in questa prima fase di avvio del mercato, si è voluto più spesso offrire alle società emittenti la possibilità di poter richiamare in anticipo il prestito, in funzione delle proprie esigenze future, senza però correre il rischio di essere costrette a far cassa per eventuali rimborsi anticipati richiesti dagli investitori.

Con l'obiettivo di offrire una protezione agli investitori, l'emittente può prestare una garanzia rispetto ad un'eventuale insolvenza. In tal caso gli investitori verrebbero maggiormente tutelati perché potranno rivalersi sulla garanzia stessa, a tutela del capitale. A parità di tutto il resto, la presenza di una garanzia può dunque ridurre il costo del capitale per l'impresa emittente. In tal caso il minibond si qualifica come secured, mentre in caso contrario si tratta di un titolo unsecured.

Al momento dell'emissione, le società emittenti di minibond, possono offrire dei vincoli a garanzia dell'emissione, detti covenant finanziari.

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

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

3.5 Potenziale del mercato

L'economia italiana, essendo principalmente composta da PMI, ha nel proprio mercato un altissimo potenziale in quanto ad emissioni di minibond.

Secondo quanto riportato da un'analisi svolta da Cerved Group, ci sono circa 156 mila società che possono emettere minibond all'interno del mercato.

Poiché si ritiene che sia molto improbabile che società con meno di 5 milioni di fatturato emettano minibond, nell'analisi verranno misurate solo le società con oltre 5 milioni di fatturato e con un

rating sufficiente (investment grade), che stando ai dati di Cerved Group si attestano a circa 35 mila.²¹

Figura 3.7: Scala rating di Cervered Group

Master Scale del Cerved Group Rating		
Area	Naming	Descrizione
SICUREZZA	A1.1	Azienda di rilevanti dimensioni con un eccellente profilo. La capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti è estremamente elevata.
	A1.2	Azienda di grandi dimensioni con un ottimo profilo. La capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti è estremamente elevata.
	A1.3	Azienda medio / grande con un profilo molto buono. La capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti è molto elevata.
	A2.1	Azienda caratterizzata da un buon equilibrio complessivo. Sono assenti segnali negativi significativi. La capacità di far fronte agli impegni assunti è sicuramente elevata.
	A2.2	Azienda caratterizzata da un buon equilibrio complessivo. Sono assenti segnali negativi significativi. La capacità di far fronte agli impegni assunti è sicuramente elevata.
	A3.1	Azienda caratterizzata da un buon equilibrio complessivo. Sono assenti segnali negativi significativi. La capacità di far fronte agli impegni assunti è sicuramente elevata.
SOLVIBILITÀ	B1.1	L'azienda ha una buona capacità di far fronte agli impegni assunti. Tuttavia esistono alcuni elementi di fragilità / segnali critici che potrebbero pregiudicare l'affidabilità e la sua capacità di onorare i debiti.
	B1.2	L'azienda ha una buona capacità di far fronte agli impegni assunti. Tuttavia esistono alcuni elementi di fragilità / segnali critici che potrebbero pregiudicare l'affidabilità e la sua capacità di onorare i debiti.
VULNERABILITÀ	B2.1	Sono rilevati segnali negativi, che indicano la vulnerabilità dell'azienda. Eventuali condizioni critiche potrebbero mettere a rischio la sua capacità di onorare i debiti nel medio periodo.
	B2.2	Sono rilevati segnali negativi, che indicano la vulnerabilità dell'azienda. Eventuali condizioni critiche potrebbero mettere a rischio la sua capacità di onorare i debiti.
RISCHIO	C1.1	Sono rilevati segnali negativi che indicano la difficoltà dell'azienda a onorare gli impegni assunti.
	C1.2	Sono rilevati seri segnali negativi che indicano la difficoltà dell'azienda a onorare gli impegni assunti.
	C2.1	L'azienda presenta forti squilibri economico finanziari e/o esistono seri elementi di rischiosità che pregiudicano in modo molto serio la capacità di far fronte agli impegni assunti.

Fonte: Cerved Group

La maggior parte di queste società sono PMI che non raggiungono i 50 milioni di fatturato (31 su 35 mila): sono infatti 15,5 mila quelle con ricavi compresi tra 5 e 10 milioni di euro (il 44% delle

²¹ Cerved Group; Esiste un mercato per i minibond in Italia; Ottobre 2013

investment grade), 11,1 mila quelle con un giro d'affari compreso tra 10 e 25 milioni (il 32%) e 4 mila con un fatturato tra 25 e 50 milioni di euro (l'11,5%).

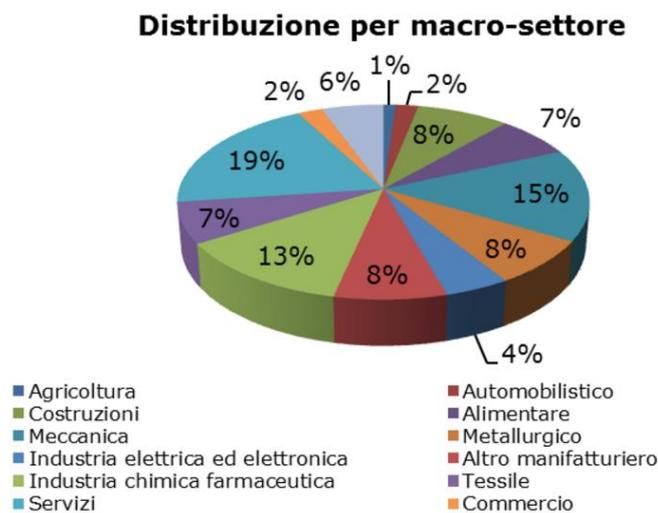
Dal punto di vista geografico, più della metà delle investment grade si concentrano in Lombardia (11 mila imprese), Veneto (4,6 mila) ed Emilia Romagna (quasi 4 mila). Complessivamente, sono 25 mila nel Nord Italia, quasi 6 mila del Centro e oltre 4 mila del Sud e delle Isole.

A seguito di un'analisi condotta da Crif rating agency, si denota una diversificazione settoriale piuttosto accentuata e sostanzialmente tutti i principali macro settori di attività economica sono rappresentati all'interno del campione di imprese individuato da CRIF Rating Agency.

I macro settori più rappresentati sono quello dei servizi (con 1.541 imprese selezionate), e in particolare il comparto degli studi professionali/di consulenza (con 550 imprese) e quello dell'attività di trasporto e magazzinaggio (384 imprese), unitamente alla meccanica (con 1.215 imprese) e all'industria chimica farmaceutica (con 1.004 imprese). Seguono i settori costruzioni (659), gli altri settori del manifatturiero (619) e quello metallurgico (601).²²

²² Studio sulle imprese target per l'emissione di mini-bond realizzato da CRIF Rating Agency, seconda edizione 2014

Figura 3.8: Distribuzione per macro-settore delle imprese emittenti di minibond

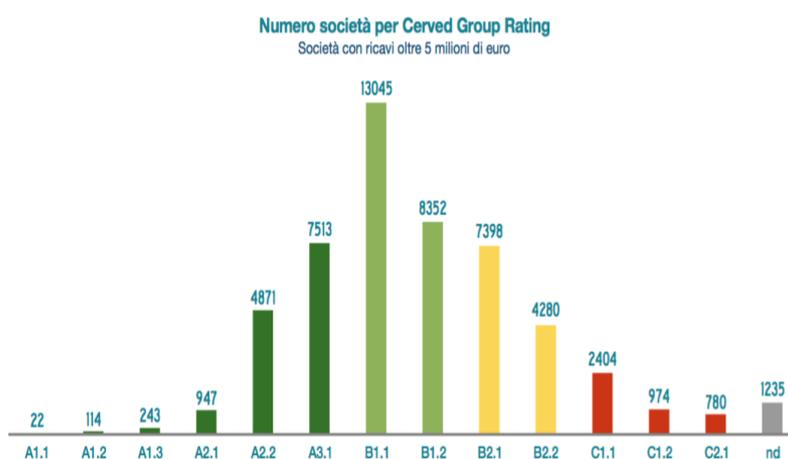


Fonte: Crif rating agency

Dal punto di vista dell'indebitamento, sono meno dell'1% (circa 300 società) quelle con un CGR pari o migliore di B1.2 e un ammontare di debiti finanziari oltre i tre quarti dell'attivo patrimoniale. Il 9% delle società (più di 3 mila) ha accumulato debiti finanziari che superano la metà dell'attivo, mentre nel restante 90% dei casi (31,6 mila società), il rapporto è inferiore al 50%: per queste aziende esistono ampi spazi per accrescere il proprio indebitamento senza entrare in un'area di sorveglianza (in genere un rapporto tra debiti finanziari e attivo è in zona di sorveglianza quando supera il 100%).

Il patrimonio di Cerved Group può essere anche utilizzato per quantificare i valori economici associati al bacino di aziende che potrebbero essere prese in considerazione ai fini dell'emissione dei minibond. In particolare, è utile focalizzare l'attenzione su quelli relativi alle società con ricavi compresi tra 5 e 250 milioni di euro.

Figura 3.9: Società con i requisiti di analisi



Fonte: Cerved Group

Le 34 mila società in questione producono un giro d'affari di 785 miliardi di euro e un valore aggiunto di 162 miliardi, pari al 10% del Pil italiano, e generano margini operativi lordi per 58,4 miliardi di euro. Con un attivo patrimoniale di 737 miliardi, sono esposte verso le banche per 140 miliardi, 58,3 miliardi con debiti a breve e 81,7 con debiti oltre un anno, cui corrispondono oneri finanziari pari a 7,6 miliardi²³.

²³ Cerved Group; Esiste un mercato per i minibond in Italia; Ottobre 2013

Da questi numeri emerge che il mercato potenziale dei minibond è molto grande e sempre più investitori si affacceranno su questo Mercato.

3.6 Conclusioni

In questo capitolo è stata analizzata la nascita del mercato ExtraMot Pro, che risulta essere un'estensione del mercato Extramot (figura 3.1).

Tale mercato, risulta essere un mercato secondario che dà la possibilità di negoziare i minibond all'interno del mercato italiano.

In seguito vengono spiegati gli attori che operano all'interno del mercato, mostrando così una chiara composizione del mercato stesso e degli attori (figura 3.2).

Successivamente vengono analizzate le caratteristiche principali delle emissioni, fra cui le scadenze e tutte le variabili che influiscono sulla remunerazione per l'investitore (figura 3.4 e 3.5).

Infine viene mostrato, attraverso uno studio condotto da Cerved Group, il criterio di rating delle imprese (figura 3.7), la distribuzione per macro-settori (figura 3.8).

Attraverso i dati ottenuti dallo studio, si mostra un altissimo potenziale, in quanto l'Italia è composta principalmente da PMI, il che può spingere il mercato a livelli altissimi, avendo il potenziale di diventare il mercato principale d'Europa.

4 Caratteristiche dei contratti offerti rispetto alle obbligazioni ordinarie

4.1 Introduzione

Nel seguente capitolo verranno analizzate le principali differenze che esistono fra le obbligazioni ordinarie e corporate, le quali come si vedrà, si differenziano per pochi aspetti in quanto appartenenti comunque alla stessa “Famiglia” di strumenti finanziari di medio-lungo termine.

Oltre alle differenze, si illustreranno i principali vantaggi che portano i minibond alla società emittente di tale strumento.

Infine si analizzerà come “caso studio” la prima emissione di minibond in Italia, la quale fu effettuata da CAAR S.P.A nel 2013.

4.2 Differenze e vantaggi dei minibond rispetto alle obbligazioni ordinarie

Le obbligazioni ordinarie sono rappresentano titoli di debito di medio lungo termine, le quali vengono emesse dallo stato o da imprese. Le obbligazioni societarie, chiamate anche corporate bond, sono titoli di credito rappresentativi di prestiti a medio-lungo

termine emessi da società per azioni o da società in accomandita per azioni.²⁴

Sono costituite da un certificato, il quale rappresenta una frazione di un'operazione di finanziamento.

I soggetti di riferimento sono l'investitore, cioè il soggetto che acquista l'obbligazione divenendo creditore dell'azienda emittitrice, il quale ha diritto ad un "premio", che può essere una riscossione di un interesse (con successivo rimborso del capitale a scadenza) od tramite disagio²⁵.

Si può dunque evidenziare che i minibond rappresentano un'estensione del ramo delle obbligazioni societarie e la differenza principale fra un minibond e l'obbligazione corporate risulta essere l'impresa emittente, la quale nel caso delle obbligazione corporate risulta essere una S.P.A o S.A.P.A, mentre nel caso dei minibond, la possibilità di emissione viene estesa alle imprese non quotate e le P.M.I, escluse però le micro-imprese.

Ulteriori differenze molto importanti si possono trovare nel procedimento di ammissione al mercato ExtraMot Pro introdotto da Borsa Italiana, il quale risulta decisamente più semplificato rispetto alle altre emissioni di corporate bond soprattutto per quanto riguarda il documento informativo destinato agli investitori e che non viene passato al vaglio della Consob come i prospetti informativi tradizionali.

²⁴ Economia degli intermediari finanziari 4 edizione,; Anthony Saunders, Marcia Millon Cornet, Mario Anolli, Barbara Alemanni; McGrawHill education

²⁵ Differenza fra il prezzo di emissione minore al valore nominale di rimborso

Anche l'informazione sui fondamentali dell'azienda si ferma ad un solo ad un bilancio certificato. Più informazioni si danno al mercato meglio si può diventare interessanti per gli investitori.

Molte altre differenze si possono indicare anche come vantaggi, i quali permettono alle imprese emittenti di finanziarsi con maggiore efficienza.

Uno dei vantaggi più importanti infatti risultano essere i minori costi, i quali sono riferiti ai costi di emissione ed alla deducibilità.

Infatti, dal punto di vista fiscale sono stati previsti dei pregnanti incentivi in tema, tra l'altro, di deducibilità degli interessi passivi da parte dell'emittente, tassazione dei proventi degli obbligazionisti e deducibilità dei costi di emissione dello strumento.

Quanto alla deducibilità degli interessi passivi da parte dell'emittente, è stato previsto anche per le società chiuse un regime di fiscalità omogeneo a quello delle società quotate.

Risulta attualmente possibile – a differenza del precedente regime che prevedeva dei limiti piuttosto stringenti – la deducibilità degli interessi passivi del bond nei limiti del 30% del reddito operativo lordo (ROL) della società, a condizione che le obbligazioni siano quotate in un mercato regolamentato ovvero in un sistema multilaterale di negoziazione, ovvero, i titoli siano detenuti da «investitori qualificati» che non posseggano, anche per interposta persona o tramite fiduciaria, più del 2% del capitale o patrimonio dell'emittente ed il cui beneficiario effettivo dei proventi sia residente in cosiddetti paesi «white list» (che consentano cioè un adeguato scambio di informazioni con l'Italia).

Con riferimento alla tassazione dei proventi degli obbligazionisti, è stata invece in più riprese, prevista l'estensione del favorevole

regime fiscale dei cosiddetti «grandi emittenti – con relativa disapplicazione della ritenuta alla fonte – anche alle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero le cui obbligazioni siano quotate su detti sistemi o su mercati regolamentati ovvero siano detenute esclusivamente da investitori qualificati.

In ragione di quanto precede i proventi dei mini-bond allo stato beneficiano di una favorevole tassazione in capo al relativo possessore nei seguenti termini:

- per i sottoscrittori non residenti in Italia, gli interessi sui titoli/obbligazioni sono esenti da imposizioni purché i soggetti che li percepiscono siano residenti in stati esteri o territori white list, depositino i titoli presso un intermediario finanziario residente in Italia oppure presso una branch italiana di un intermediario non residente (che agisca quindi da eventuale sostituto d'imposta), forniscano i dati dell'effettivo beneficiario e autocertifichino di possedere i requisiti per l'esenzione;
- per i sottoscrittori residenti in Italia persone fisiche e società, si applica esclusivamente una imposta sostitutiva del 20%;
- per tutti gli altri sottoscrittori residenti in, i proventi vengono inclusi nel normale reddito d'impresa senza applicazione di ritenuta, così come non si applica alcuna ritenuta alla fonte per gli organismi di investimento collettivo che investano oltre il 50% del loro patrimonio in minibond e le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati.

Per quanto concerne, infine, la deducibilità dei costi di emissione dello strumento, il comma 13 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo, rende deducibili, nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio, le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili di cui all'art. 1, comma 1, d.lgs. n. 239/1996.²⁶

In aggiunta, sono state emanate delle ulteriori previsioni volte a facilitare l'emissione ed il collocamento di tali strumenti finanziari quali, ad esempio, la possibilità di assoggettare ad imposta sostitutiva (0,25%) le garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate (ad esempio ipoteche sugli immobili dell'emittente ovvero privilegio

speciale sui beni o pegno sui marchi) in relazione alle emissioni di obbligazioni o titoli simili, esentandole quindi dalle imposte di registro, bollo, ipotecarie e catastali ordinariamente dovute.

Tali disposizioni hanno quindi avuto l'enorme pregio di allineare i benefici e le possibilità di approvvigionamento di alternative di finanziamento rispetto al debito bancario a parità di condizioni e convenienza (anche fiscale) con lo stesso, ben potendo altresì i regolamenti dei prestiti obbligazionari coincidere ampiamente con il contenuto tipico degli accordi di finanziamento corporate .

Ciò è stato confermato dalla nascita, a cui si è assistito negli ultimi tempi, di una pluralità di soggetti di diversa matrice (sia bancaria che finanziaria, piuttosto che legati al mondo del private equity o

²⁶ Il procedimento di ammissione a quotazione dei Minibond presso l'ExtraMOTPRO; Piergiorgio Leofreddi e Azzurra Campari, Simmons & Simmons; www.diritto bancario.it, Aprile 2014;

del private debt) operanti sul mercato obbligazionario, nonché dalla realizzazione di talune innovative operazioni da parte di PMI italiane.

I minibond quindi, permettono di diversificare le fonti di finanziamento rispetto alle modalità tipiche quali:

- l'autofinanziamento dalla gestione corrente (cosiddetto «cash flow»), l'immissione di capitali propri, la dismissione di asset non strategici (cosiddetti «asset stripping»);
- il finanziamento infragruppo, il mercato dei capitali di rischio (private equity), i finanziamenti bancari o pubblici.

In tale ottica, i minibond risultano complementari delle modalità di approvvigionamento di capitale, attenuando la dipendenza della società dal canale tradizionale.

Tra gli ulteriori pregi dell'emissione di tal strumenti si può quindi annoverare altresì un generale miglioramento della gestione corrente (e del merito creditizio) attraverso l'allungamento ad esempio della durata media del debito aziendale ed una maggiore stabilità dello stesso.

Le PMI si troveranno, quindi, a poter decidere se finanziare i propri progetti attraverso mezzi propri o attraverso il canale bancario ovvero attraverso l'emissione ed il collocamento di uno strumento obbligazionario in grado di consolidare il debito aziendale (magari sostituendo o quantomeno aggiungendo tale tipologia di debito a quello tipicamente bancario) con un indebitamento strutturale e di lunga durata rispetto al «pericoloso» finanziamento a breve termine o addirittura a revoca .

Anche l'introduzione del mercato ExtraMOT pro, ha contribuito a rendere il mercato nazionale obbligazionario flessibile, economico ed efficiente.

L'ExtraMOT Pro si caratterizza infatti per essere un mercato non regolamentato particolarmente flessibile in termini di requisiti di ammissione e di permanenza.

Ai fini della quotazione di minibond sullo stesso non è infatti richiesta alcuna vigilanza da parte della Consob, né requisiti di pre-esistenza della società emittente che sarà esclusivamente tenuta ad aver pubblicato almeno 2 bilanci di cui l'ultimo soggetto a revisione.

È prevista, in fase di ammissione, la redazione di un documento di presentazione a struttura fissa, particolarmente snello avente ad oggetto talune informazioni sull'emittente e sullo strumento e, in fase on-going, la pubblicazione del bilancio sottoposto a revisione, talune informazioni cosiddette «price sensitive» (sul proprio sito internet) così come alcune informazioni di natura tecnica relative allo strumento (quali la cedola, il pagamento degli interessi, il rimborso o la scadenza anticipata).

Il procedimento di ammissione è anch'esso particolarmente snello prevedendo – al verificarsi delle condizioni minime – una tempistica di soli 7 giorni di mercato aperto per l'ammissione a quotazione ed i successivi 2 giorni per l'inizio delle negoziazioni sul sistema di scambi.

In tale ottica, ove la società posseda le caratteristiche di massima per l'emissione di tale strumento obbligazionario, l'ammissione a quotazione del minibond potrà avvenire, dal punto di vista strettamente procedurale e tralasciando le fasi propedeutiche

all'operazione, in pochi giorni lavorativi dalla decisione relativa all'emissione dello strumento.

È da sottolineare in ogni caso che l'operazione riguarderà comunque un processo che necessariamente dovrà tenere conto delle peculiarità tipiche di una emissione obbligazionaria e relativa quotazione dello strumento, per cui saranno necessarie tutte le cautele proprie di un processo (seppur molto flessibile e semplificato) di listing .

Dal punto di vista della convenienza alla quotazione dello strumento – oltre alle più visibili opportunità dettate dalla sopra esposta disciplina di carattere civilistico e fiscale (ed alle deroghe ivi previste) – i benefici tipici di un processo di quotazione possono altresì identificarsi nella possibilità di trasformare gli oneri finanziari dello strumento (tipicamente maggiori rispetto al debito bancario) in costi di marketing, in una maggiore visibilità sul mercato (cosiddetta «brand diffusion») anche internazionale e verso clienti e fornitori nonché nella possibilità per i portatori dello strumento di una maggiore liquidabilità delle obbligazioni sul mercato borsistico ed in generale dei capitali.²⁷

Quindi un motivo per il quale troviamo i loro titoli²⁸ su ExtraMOT Pro, è esclusivamente per motivi di risparmio sulla quotazione stessa.²⁹

²⁷ Amministrazione & Finanza n. 1/2015, Il mini-bond «incentivante»: il caso Boemi di Augusto Santoro

²⁸ Titoli di imprese che possono anche emettere obbligazioni corporate

²⁹ I Rapporti di CSE Crescendo “Minibond”: strumenti di sviluppo o sopravvivenza? II Ricerca Titoli ExtraMOT Pro Borsa Italiana emessi dal 14 Febbraio al 30 Agosto 2014

Figura 4.1: Sintesi dei Vantaggi dei minibond per le imprese.



Fonte: Elaborazione dell'autore

4.3 L'emissione di CAAR S.P.A

Per la prima volta in Italia un'emissione di "minibond" da parte di una impresa non quotata in borsa resa possibile grazie alla nuova disciplina introdotta dal Decreto Sviluppo. Protagonisti dell'operazione Banca di Cherasco (Banca di Credito Cooperativo)

e la società piemontese CAAR S.P.A³⁰, che con la collaborazione di ADB S.p.A. hanno dato vita al progetto pilota.³¹

Nell'operazione che ha portato al lancio dei Minibond della CAAR S.P.A nel 2013, i protagonisti principali sono stati:

- 1) La CAAR S.P.A;
- 2) La Banca di Cherasco come sponsor tecnico ed arranger;
- 3) ADB S.P.A come advisor.

Figura 4.2 Principali soggetti coinvolti nell'emissione ed sottoscrizione



Fonte: www.fabfinance.eu

L'emissione di tali obbligazioni è stata deliberata dall'assemblea straordinaria dei soci con delibera assunta il 6/05/2013 depositata presso il registro delle imprese.

³⁰ E' una società di servizi attiva nell'ambito dell'ingegneria di processo e di prodotto, con forte specializzazione nei settori automotive, aerospace e railway.

³¹ Banca di Cherasco, per prima in Italia al fianco di una Pmi locale nell'operazione mini-bond.

Le Obbligazioni saranno offerte solamente ad investitori qualificati, ai sensi dell'art.100 del D. Lgs. n. 58 del 1998³² e successive modifiche fino ad un massimo del 100% (sino ad Euro 3 milioni) dell'importo nominale massimo dell'Offerta.

Il Prestito Obbligazionario è denominato "Caar Fixed Rate Bond 2018" ed è costituito da un massimo di n. 60 Obbligazioni del valore nominale di Euro 50.000 cadauna.

Il Prestito Obbligazionario è emesso e denominato in Euro.

Il valore nominale del Prestito Obbligazionario è fissato ad un massimo di Euro 3.000.000.

Le Obbligazioni saranno offerte in sottoscrizione ad un prezzo pari al 100% del loro valore nominale, vale a dire al prezzo di Euro 50.000 per cadauna obbligazione da nominali Euro 50.000 senza aggravio di commissioni o spese a carico del richiedente.

La modalità del rimborso è prevista nella misura del 20% annuo a partire da luglio 2015, con il rimborso finale del restante 40% a luglio 2018. Non è prevista la facoltà di rimborso anticipato delle Obbligazioni, né a favore dell'Emittente né a favore dei Sottoscrittori.

Il rimborso del capitale avverrà esclusivamente per il tramite degli intermediari italiani o esteri partecipanti al sistema di gestione accentrata presso la Monte Titoli S.p.A.

³² Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – TUF

Il tasso di interesse nominale è fissato al 6.5% lordo. Il pagamento degli interessi avrà luogo in via posticipata, su base annuale, a ciascuna Data di Pagamento a decorrere dalla prima Data di Pagamento che avverrà il 01/07/2014 esclusivamente per il tramite degli intermediari finanziari aderenti alla Monte Titoli S.p.A.

Gli Interessi sono calcolati sulla base del numero di giorni compreso nel relativo Periodo di Interesse secondo il metodo di calcolo-ACT/ACT.

Per “Periodo di Interesse” si intende il periodo compreso fra una Data di Pagamento (inclusa) e la successiva Data di Pagamento (esclusa), ovvero, limitatamente al primo periodo di interessi, il periodo compreso tra la Data di Godimento (inclusa) e la prima Data di Pagamento (esclusa), fermo restando che, laddove una Data di Pagamento venga a cadere in un giorno che non è un Giorno Lavorativo la stessa sarà posticipata al primo Giorno Lavorativo successivo, senza che tale spostamento comporti la spettanza di alcun importo aggiuntivo ai Portatori ovvero lo spostamento delle successive Date di Pagamento.

Le Obbligazioni sono al portatore, ammesse al sistema di amministrazione accentrata della Monte Titoli S.p.A. ed assoggettate alla disciplina della dematerializzazione di cui al Decreto Legislativo 24 giugno 1998, n. 213 (“D. Lgs. n. 213/1998”) ed alla Deliberazione CONSOB 23 dicembre 1998 n. 11768 e successive modifiche ed integrazioni. Pertanto, in conformità a quanto previsto dal D. Lgs. n. 213/1998, ogni operazione avente ad oggetto le Obbligazioni (ivi inclusi i trasferimenti e la costituzione di vincoli) nonché l’esercizio dei

relativi diritti patrimoniali potranno essere effettuati esclusivamente per il tramite di intermediari, finanziari italiani o esteri, aderenti al sistema di gestione accentrata presso la Monte Titoli S.p.A.. I titolari non potranno richiedere la consegna materiale dei titoli rappresentativi delle Obbligazioni. È fatto salvo il diritto di chiedere il rilascio della certificazione di cui all'art. 85 del Testo Unico e all'art. 31, comma 1, lettera b), del D. Lgs. n. 213/1998.³³

Non sono previsti criteri di riparto. Saranno assegnate tutte le Obbligazioni richieste dai sottoscrittori durante il periodo di Offerta fino al raggiungimento dell'importo massimo dell'Offerta destinata al pubblico (sino ad Euro 3 milioni); qualora durante il periodo di Offerta le richieste eccedessero l'importo massimo dell'Offerta destinata al pubblico, CAAR procederà alla chiusura anticipata dell'Offerta dandone tempestivamente e contestualmente comunicazione al Collocatore che sospenderà immediatamente l'accettazione di ulteriori richieste.

³³ www.caar-to.it, Documento di ammissione

Figura 4.3: Riepilogo Dati dell'emissione CAAR S.P.A

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

Fonte: Le PMI ed il mercato dei capitali: Minibond.

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

4.4 Conclusioni

In questo capitolo, sono state spiegate ed analizzate le differenze generali ed i vantaggi (figura 4.1) dei minibond rispetto le obbligazioni corporate.

Si è notato che le principali differenze e vantaggi risultano essere i costi, i quali risultano minori ed i procedimenti di ammissione al

mercato finanziario, il quale risulta essere più snello, rapido ed efficiente. Infine come caso Pratico, vengono analizzate tramite il Bilancio d'esercizio del 2013 di CAAR S.P.A, i possibili effetti dell'emissione dei minibond, sulla società emittente.

5 Conclusioni

La crisi economica e finanziaria che ha colpito e sta ancora influenzando l'Italia, come molti altri paesi del mondo, ha bisogno di essere fronteggiata e possibilmente risolta per un benessere non solo economico delle imprese, ma anche per un miglioramento sociale.

Come evidenzia la figura 1.1, uno dei problemi principali dell'Italia rispetto al resto dei principali paesi europei è la concessione del credito bancario alle imprese, le quali se non quotate nel mercato dei capitali, non hanno altre alternative di finanziamento esterno.

A supporto delle imprese, lo stato italiano tramite il Decreto legge n. 83/2012, c.d Decreto Sviluppo ha introdotto nuovi strumenti "innovativi" finanziari, correlati da una serie di agevolazioni Fiscali.

Tale decreto, ha portato all'introduzione dei minibond, che può risultare una mossa vincente soprattutto in un paese come l'Italia, dove in passato il mercato finanziario è stato molto limitato, soprattutto a causa della presenza PMI, le quali rappresentano più di 75% delle imprese in Italia ed impossibilità di negoziare sui mercati finanziari.

Come analizzato da Cerved Group, grazie al nuovo strumento, si avrà lo sviluppo di un nuovo mercato finanziario, con un altissimo potenziale, il quale potrà contare su circa 156 mila imprese con possibilità di emissione, quale numero però si restringe a 34 mila imprese (con fatturato superiore ai 5 milioni), in quanto, secondo l'analisi svolta, c'è una bassissima probabilità che imprese con meno di 5 milioni di fatturato emettano minibond.

Secondo i dati analizzati tali 34 mila imprese producono un giro d'affari di 785 miliardi di euro e un valore aggiunto di 162 miliardi, pari al 10% del Pil italiano, e generano margini operativi lordi per 58,4 miliardi di euro.

Da tali informazioni possiamo notare che il mercato potenziale dei minibond è molto grande e sempre più investitori si affacceranno su questo mercato, che dato l'altissimo numero di PMI nel paese, ha la possibilità di diventare uno dei più grandi mercati d'Europa.

Oltre ad essere uno strumento innovativo nel mercato italiano, essi hanno anche delle differenze e dei vantaggi rispetto alle cambiali ordinarie. I minibond rappresentano un'estensione del ramo delle obbligazioni societarie e la differenza principale fra un minibond e l'obbligazione corporate risulta essere l'impresa emittente, la quale nel caso delle obbligazione corporate risulta essere una S.P.A o S.A.P.A, mentre nel caso dei minibond, la possibilità di emissione viene estesa alle imprese non quotate e le P.M.I, escluse però le micro-imprese.

I principali vantaggi invece sono (figura 4.1) la diversificazione del debito; agevolazioni fiscali; riqualificazione del passivo; attenuazione della dipendenza dal settore bancario; opportunità di sostenere durante la vita del prestito, l'esborso dei soli tassi d'interesse, evitando ungenti uscite di cassa.

Infine, nell'elaborato si è analizzata la prima emissione di minibond in Italia da parte di CAAR SPA, nella quale hanno partecipato la Banca di Cherasco (Banca di Credito Cooperativo) e

la società piemontese CAAR S.P.A, che con la collaborazione di ADB S.p.A. hanno dato vita al progetto pilota. La totale sottoscrizione di questa obbligazione si è chiusa nel giro di una settimana dall'apertura dell'offerta, dimostrando una incredibile fiducia da parte degli investitori.

Bibliografia

- Arnaudo Paolo, Le PMI ed il mercato dei capitali: Minibond.
- Augusto santoro, Amministrazione & Finanza n. 1/2015, Il mini-bond «incentivante»: il caso Bomi, 2015.
- Calugi Roberto, Morelli Valentina, Paglietti Gianmarco, Consorzio camerale per il credito e la finanza, Ministero dello sviluppo economico, I minibond, istruzioni per l'uso, 2014.
- Cer- Confcommercio, Il Credito che manca, Roma Gennaio 2015.
- Cerved Group; Esiste un mercato per i minibond in italia; Ottobre 2013
- Confindustria Toscana, “Linee guida sui Minibond” dicembre 2013.
- Cravero Roberto, Carnero Paolo, Grosso Alberto, Ogliaro Corrado, Franciosi Andrea, Germanetti Enzo, Quadrelli Guglielmo, Calvelli Domenico, Minibond, strumento di debito alternativi, Il commercialista, novembre 2014.
- CRIF Rating Agency, Studio sulle imprese target per l'emissione di mini-bond, , seconda edizione 2014.
- D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012
- D.L 18/10/2012 n.179 convertito con la legge 17.12.2012 n.221
- D.L 145/2013 convertito dalla legge 9/2014
- D.L 91/2014 convertito dalla legge 116/2014
- D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012

- D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012
- D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012
- Decreto legge n. 83/2012, c.d Decreto Sviluppo
- Giudici Giancarlo, De Paoli Stefano, Dickmann Pietro, Fusè Alberto, Sabatini Lorenzo, School of Management del politecnico di Milano, "Report italiano sui Minibond" 2015.
- Loffredi Piergiorgio, Campari Azzurra, Il procedimento di ammissione a quotazione dei Minibond presso l'ExtraMOTPRO, Simmons & Simmons, Aprile 2014.
- Martinoli Luciano, Zanotti Francesco, Di Luzio Maria Chiara, Profumo Riccardo, I Rapporti di CSE Crescendo "Minibond": strumenti di sviluppo o sopravvivenza? II Ricerca Titoli ExtraMOT Pro Borsa Italiana emessi dal 14 Febbraio al 30 Agosto 2014.
- Saunders Anthony, Cornet Millon Marcia, Anolli Mario, Alemanni Barbara, Economia degli intermediari finanziari 4 edizione.

Sitografia

- www.BancadItalia.it , Indagine sul credito bancario(BLS) 2013,
- www.Borsaitaliana.it , Il mercato di riferimento dei minibond.
- www.caar-to.it , Documento di ammissione 2013.
- www.dirittobancario.it
- www.epic.it , Barometro minibond , market trends 2016
- www.minibonditaly.it

