

Corso di laurea triennale in Economia e Management – indirizzo Marketing

Cattedra di Finanza Aziendale

Tesi di Laurea Triennale

I Minibond

Relatore Prof. Gianluca Mattarocci

Candidato

Lorenzo Pierini

Matricola 163091

Indice

1. Introduzione	4
2. I Minibond	5
2.1 Introduzione	5
2.2 Definizioni e caratteristiche	6
2.2.1 Cambiali finanziarie	7
2.2.2 Obbligazioni subordinate e partecipative	8
2.3 Caratteristiche degli emittenti	8
Caso di studio: ViverAcqua Hydrobond 1 srl	11
2.4 Diffusione degli strumenti nel mercato mondiale	15
2.5 Conclusioni	17
3. La normativa in Italia	18
3.1 Introduzione	18
3.2 Riferimenti normativi	19
3.2.1 Decreto Sviluppo	19
3.2.2 Piano Destinazione Italia	21
3.2.3 Decreto Competitività	22
3.3 Vantaggi e limiti dei minibond	23
3.4 Conclusioni	26
4. I primi risultati dello strumento in Italia	27
4.1 Introduzione	27
4.2 Il mercato di collocamento – ExtraMOT PRO	27
4.3 L’evoluzione del numero dei titoli negoziati	30
4.4. Un confronto tra le performance dei minibond e altre obbligazioni quotate. Analisi dei rendimenti, rischi e volume degli scambi	33
Conclusioni	41

Bibliografia e sitografia42

1. Introduzione

L'ossatura del sistema economico italiano è costituita da quelle che in gergo vengono chiamate PMI: la loro rilevanza nel panorama economico non è determinata solo dal loro elevatissimo numero sul totale delle imprese operanti in Italia, ma anche e soprattutto dall'apporto che determinano in termini occupazionali. La situazione finanziaria in cui versa questo ampio strato di imprese presenta luci ed ombre all'indomani della grande crisi che ha interessato l'Italia e il resto del mondo a partire dal 2008. Le PMI sono state infatti le entità economiche che hanno risentito di più del *credit crunch*, cioè la stretta creditizia conseguenza inevitabile della crisi economica. Per ovviare a questa complicata situazione sono stati *novati* degli strumenti finanziari che già esistevano ed erano disciplinati nella legislazione italiana, sottoforma però di classici titoli di debito: i minibond. Essi rappresentano una naturale conseguenza della crisi economica, in risposta alla stretta creditizia attuata dal canale bancario: entrambe le considerazioni sono valide, ma vi è anche dell'altro. Il ricorso a questi strumenti permette infatti alle PMI di poter effettuare una diversificazione delle loro fonti di finanziamento, dalle quali si attingono risorse sia per la gestione ordinaria del processo produttivo delle imprese, sia per eventuali progetti di ampliamento e sviluppo delle stesse. La tesi elaborata si pone come obiettivo quello di fornire una delucidazione sulla tipologia di questi strumenti, sulla legislazione che li regola e sull'evoluzione sia delle caratteristiche sia del numero dei minibond emessi dalle imprese italiane negli ultimi anni. Nel capitolo che segue, dopo un breve sguardo sul contesto economico italiano, si procede nel definire i minibond e nell'elencare le caratteristiche di questi titoli e delle imprese emittenti che hanno deciso di affidarsi al mercato dei capitali per reperire le risorse di cui necessitano. Lo sguardo sarà poi rivolto al contesto internazionale, con riferimento nello specifico al confronto tra il mercato italiano e quello spagnolo e tedesco, per delinearne le analogie e le eventuali differenze che vi intercorrono. Obiettivo del capitolo successivo sarà quello di delineare gli aspetti normativi che regolamentano i minibond e la loro emissione, con specifico riferimento agli incentivi fiscali previsti per le imprese che decidono di finanziarsi tramite il mercato dei capitali piuttosto che ricorrendo al canale bancario. Verranno illustrati anche i pregi e i limiti connessi al ricorso al mercato dei capitali tramite i minibond, in modo tale da avere la più ampia consapevolezza dei punti di forza e di debolezza di tali strumenti. In fine si analizzeranno le caratteristiche generali delle emissioni fin qui effettuate sul mercato italiano, con particolare riferimento al rendimento medio offerto da tali strumenti, il rischio connesso all'investimento in minibond piuttosto che in altri titoli mobiliari, la quantità cumulata delle emissioni e uno sguardo agli attori che compongono la filiera dei minibond.

2. I Minibond

2.1 Introduzione

Negli ultimi anni i governi che si sono succeduti alla guida dell'Italia si sono adoperati per favorire lo sviluppo di un mercato obbligazionario, sia agendo dal lato della normativa civilistica, sia lavorando sul lato degli incentivi fiscali. La particolare attenzione dedicata dal legislatore a questi strumenti è dovuta essenzialmente al prolungarsi del contesto economico recessivo unitamente al razionamento del credito per le PMI¹ (storicamente infatti in Italia il legame tra PMI e credito bancario è sempre stato più forte rispetto agli altri partner continentali). Il tessuto economico italiano ha delle peculiarità che lo rendono unico fra il club dei paesi più sviluppati al mondo: tale carattere distintivo è costituito dalla presenza di poche società italiane multinazionali, a fronte di una moltitudine di piccole e medie imprese che costituiscono la colonna portante dell'economia nazionale (circa il 95% delle imprese italiane occupa meno di dieci dipendenti). Un'altra specificità del sistema economico italiano è costituita dall'assoluta predominanza del canale bancario come principale, se non in molti casi unica, fonte di finanziamento per le PMI; nel contesto recessivo il *credit crunch* ha rappresentato l'aspetto più nefasto per le PMI italiane, quelle dell'Europa continentale più dipendenti dagli istituti di credito *“nonostante il graduale processo di riequilibrio della struttura finanziaria, nel confronto internazionale le imprese italiane restano caratterizzate da un minore contributo del capitale e da un maggiore ricorso ai prestiti bancari”*². Si è fatta così sempre più urgente la necessità di dare vita anche in Italia ad un mercato di debito a cui potessero accedere anche le imprese non quotate, alle quali per lungo tempo (sulla scorta della vecchia normativa) era stata preclusa la possibilità di emettere prestiti obbligazionari.

Questo è il contesto al quale si deve far riferimento per identificare motivazioni e obiettivi che hanno portato all'introduzione dei minibond tra le forme di raccolta delle risorse finanziarie da parte delle imprese³. L'introduzione di tali strumenti finanziari, come suddetto, è di recente decisione: tali titoli, concepiti nell'ottica di fornire alle imprese la possibilità di diversificare le loro fonti di finanziamento, sono stati inizialmente accolti con diffidenza sia dalle PMI (i soggetti principalmente beneficiari di tale innovazione), sia dal mercato; poi però, con il passare dei mesi si è assistito ad una forte crescita delle emissioni di minibond sia nel loro numero assoluto, sia in contro-valore delle emissioni effettuate. Ripercorrendo a ritroso la storia economica italiana, si può senza dubbio affermare che, se da un lato il canale bancario ha permesso per lunghi periodi alle PMI di nascere, crescere e svilupparsi (facendo sempre i dovuti distinguo per quanto riguarda la congiuntura economica), dall'altro le ha rese molto più sensibili agli shock esogeni ai quali le banche stesse sono, per loro natura, esposte. A sostegno dell'andamento pro-ciclico dei finanziamenti che gli istituti di credito concedono, si può far riferimento ai dati forniti dalla Banca d'Italia: lo stock di credito bancario a favore delle imprese non finanziarie è passato da € 868,5

¹ Rientrano nella categoria delle Piccole e Medie Imprese tutte quelle che occupano meno di 250 dipendenti e che abbiano un fatturato annuo inferiore a € 50 milioni o un bilancio inferiore a € 43 milioni (Definizione contenuta nella Raccomandazione della Commissione Europea, 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese).

² Relazione annuale della Banca d'Italia, 2014

³ *“I mini-bond, istruzioni per l'uso”*, a cura di Calugi R. e Paglietti G., Consorzio camerale per il credito e la finanza, camera di commercio di Milano.

miliardi nel 2008 a € 808,4 miliardi a fine 2014⁴. I dati appena citati mettono in luce tutta la gravità della crisi di questi ultimi anni, e sottolineano la portata del *credit crunch*, con cui la quasi totalità delle imprese ha dovuto confrontarsi. L'opportunità di rivolgersi ad un mercato obbligazionario tramite l'emissione di minibond, pare essere oggi l'unica via praticabile per reperire i finanziamenti necessari agli investimenti che le PMI hanno programmato. D'altro canto si deve tener conto del fatto che il mercato mobiliare Italiano, nello specifico quello riguardante le obbligazioni *corporate*, non ha mai riscosso molto successo presso il pubblico degli investitori, a tutto vantaggio invece del segmento dedicato ai titoli di stato, e in particolar modo a vantaggio dei BOT, *zero coupon bond* dal rendimento certo e dall'elevata liquidità. Tale predominanza dei titoli di stato nel segmento obbligazionario ha portato l'Italia ad avere un elevato gap rispetto agli altri paesi europei e mondiali, per quanto riguarda sia la dimensione sia lo sviluppo del mercato obbligazionario. I minibond sembrano poter offrire pertanto un buon compromesso tra la modalità di finanziamento mediate i classici *corporate bond* emessi da società quotate e la via alternativa del ricorso ai finanziamenti bancari.

2.2 Definizioni e caratteristiche

I minibond sono titoli obbligazionari a medio – lungo termine e/o cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) con l'obiettivo di favorire le PMI nell'accesso al mercato dei capitali. Nelle norme che regolano l'emissione, la sottoscrizione e la circolazione di tali titoli, non vi è alcuna traccia riguardo il termine tecnico "minibond", il quale, al contrario, viene utilizzato da parte degli operatori finanziari. La *ratio* di questa nuova tipologia di titoli di debito è facilmente individuabile nella volontà del legislatore italiano di garantire alle PMI l'accesso al mercato dei capitali e di favorirne un più ampio sviluppo in Italia, con l'immediato e diretto vantaggio per le imprese di poter ottenere una diversificazione sensibile delle proprie fonti di finanziamento. L'intensa attività normativa del legislatore in questo ambito economico, dietro forte spinta del Ministero dello Sviluppo Economico, è da ascrivere al combinato disposto da congiuntura internazionale sfavorevole e al fenomeno del *credit crunch*. Il presupposto fondamentale per l'emissione dei minibond è la non quotazione dell'impresa in un mercato borsistico regolamentato aperto agli investitori *retail*. Quest'ultima è una caratteristica imprescindibile affinché possano essere emessi titoli di debito assimilabili ai minibond. Questi sono caratterizzati da una scadenza medio – lunga, attraverso i quali titoli le imprese finanziano i loro progetti di investimento e di sviluppo futuro. La novità portata nel sistema economico italiano dai minibond non riguarda le caratteristiche tecniche e specifiche dei titoli, piuttosto il contesto normativo in cui tali strumenti vengono emessi e negoziati. Gli strumenti finanziari ai quali il legislatore ha riservato la maggiore attenzione negli ultimi anni sono i seguenti:

- I. Cambiali finanziarie
- II. Obbligazioni subordinate e partecipative

Per quanto riguarda le cambiali finanziarie, l'intervento del governo tramite vari decreti negli ultimi anni, ha proposto delle modifiche e delle integrazioni alla normativa che le disciplinava, senza alterarne la struttura tecnica; le modifiche riguardano in sostanza solo il campo applicativo di suddetti strumenti. Per quello che riguarda l'ultima categoria di strumenti finanziari a disposizione

⁴ Relazione annuale della Banca d'Italia, 2014

delle imprese (le c.d. Obbligazioni subordinate e partecipative), sono state introdotte ex novo, in modo tale da poter agevolare le imprese che escono dalla fase di start-up, o quelle che si trovano alle prese con una ristrutturazione finanziaria⁵. È utile analizzare separatamente le varie categorie di strumenti finanziari che le imprese possono scegliere di utilizzare.

2.2.1 Cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie sono delle carte commerciali la cui disciplina è contenuta nella legge n.43 del 13 gennaio del 1994; risultano quindi essere lo strumento meno recente che il legislatore italiano ha messo a disposizione delle PMI come mezzo di finanziamento. Sostanziali modifiche sono state poi apportate dal D.L. 22 giugno 2012, n. 83 convertito con legge del 7 agosto 2012, n.134 (il c.d. *Decreto Sviluppo*), in cui le cambiali finanziarie sono equiparate alle cambiali ordinarie (nello specifico devono essere emesse nella forma del Vaglia Cambiario) e devono avere una scadenza compresa tra un minimo di un mese e un massimo di tre anni. Il limite massimo all'emissione delle cambiali finanziarie è disciplinato dall'articolo 2412 del cod. civ.; ai sensi di questo articolo le società quotate e non che emettono cambiali finanziarie destinate a quotazione non hanno alcun limite di emissione (il limite del doppio del capitale non si applica se l'eccedenza è sottoscritta da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale). Risulta essenziale la denominazione "cambiale finanziaria" inserita nel contesto del titolo, oltre a tutti gli altri elementi che sono specificati dall'art. 100 delle disposizioni approvate con r.d. del 14 dicembre del 1933, n. 1669. Come tutte le classiche cambiali il trasferimento del titolo avviene mediante girata: quest'ultima deve essere sempre apposta con clausola senza garanzia (ciò implica che l'obbligato rimane solo ed esclusivamente l'emittente originario e, pertanto, nessuno degli altri giratari assume la veste di obbligato cambiario). Tali cambiali finanziarie possono essere usate indifferentemente da imprese quotate e non, in modo tale da raccogliere fondi direttamente presso gli investitori, senza dover ricorrere al canale bancario: la remunerazione per l'investitore è costituita dalla differenza, positiva, tra il valore di rimborso del titolo e il prezzo pagato per l'acquisto. La disciplina per le società che non hanno titoli rappresentativi del capitale quotati nei mercati regolamentati o non, è più severa e stringente rispetto alle altre società quotate. Per le società non quotate è richiesta l'assistenza di uno *sponsor*, il quale può essere alternativamente una banca o una impresa di investimento, una società di gestione del risparmio, una società di gestione armonizzata, o una società di investimento a capitale variabile. Il compito esiziale dello sponsor consiste nell'assistenza in fase di emissione e di collocazione del titolo di credito. Una quota dei titoli emessi deve essere mantenuta dallo sponsor nel suo portafoglio, fino alla naturale scadenza dei titoli stessi (la quota da mantenere in portafoglio è stabilita in base al quantitativo complessivo emesso dalla PMI). Le quote che devono essere per legge detenute dallo sponsor possono essere così riassunte:

- I. Il 5% del valore dell'emissione dei titoli, per emissioni fino a € 5 milioni
- II. Al 3% del valore di emissione dei titoli, eccedente gli € 5 milioni e fino a € 10 milioni, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al punto precedente
- III. Al 2% del valore di emissione dei titoli eccedente gli € 10 milioni, in aggiunta alla quota risultante dalle percentuali di cui ai punti precedenti

⁵ Cfr. "Laboratorio di analisi monetaria, Osservatorio monetario", Università Cattolica del Sacro Cuore, AA.VV.

Tali titoli, come già detto in precedenza, possono essere emessi e girati solo in favore di investitori professionali, i quali non siano direttamente o indirettamente soci del soggetto emittente. Un altro requisito essenziale per l'emissione delle cambiali finanziarie è costituito dalla necessità di aver certificato l'ultimo bilancio di esercizio da un revisore contabile, o da una società di revisione iscritta nell'apposito registro. Questa stringente disciplina è dettata a specifica tutela degli investitori che desiderano acquistare i titoli sopraccitati.

2.2.2 Obbligazioni subordinate e partecipative

Tali tipologie di obbligazioni sono una novità introdotta nel sistema finanziario italiano introdotta recentemente. La legge prevede la possibilità per le società non quotate di emettere titoli obbligazionari che prevedano clausole di partecipazione agli utili di impresa e di subordinazione: il prerequisito per l'emissione di tali titoli è rappresentato dalla scadenza, la quale non deve essere inferiore ai 5 anni, per il resto le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni di *bond* tradizionali e ne rispettano i limiti massimi stabiliti dalla legge. Tali obbligazioni subordinate e partecipative sono degli *ibridi*, si possono infatti collocare in un'area compresa tra gli strumenti di capitale e gli strumenti di debito e sono caratterizzati da:

- I. Una componente fissa determinata in modo da essere nell'intervallo al di sopra del tasso di riferimento e al di sotto dei tassi di mercato
- II. Una componente variabile, sulla base del risultato economico dell'emittente, in riferimento a criteri e parametri predefiniti⁶.

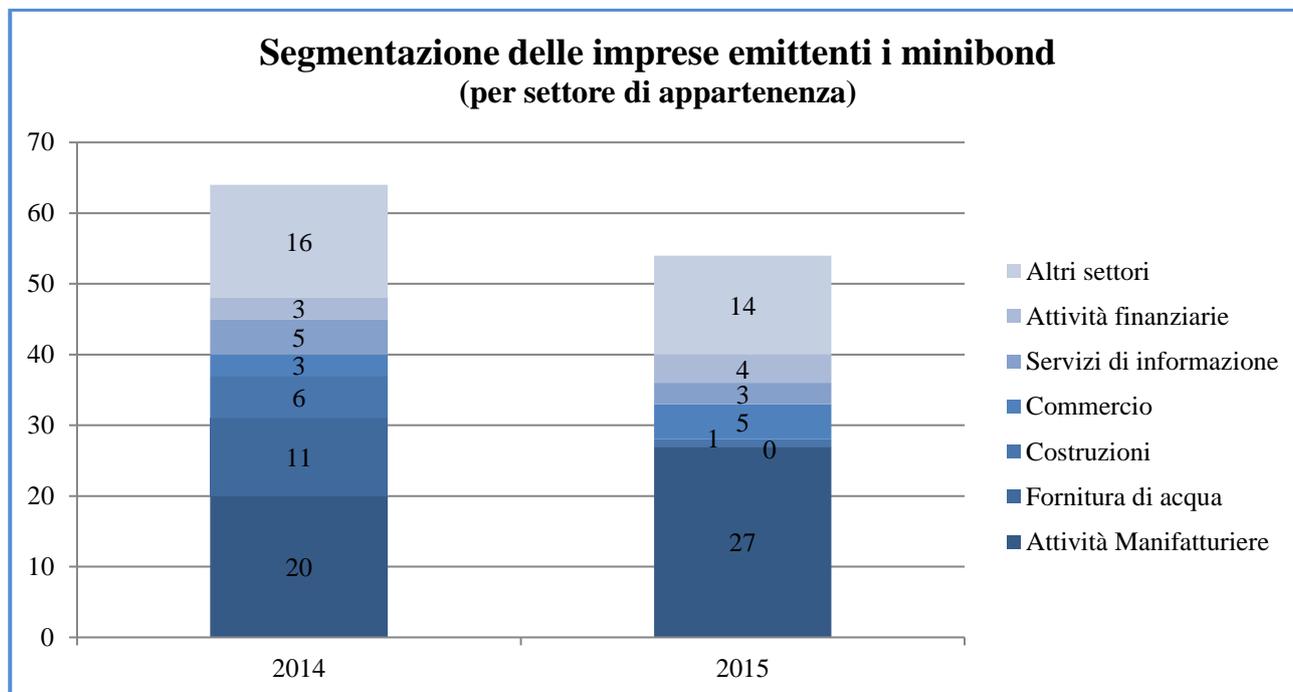
La clausola di partecipazione rende quindi il titolo di debito strettamente correlato con la andamento economico dell'impresa emittente: pertanto il costo del debito si riduce in momenti di performance aziendale negativa, oltre al fatto che gli oneri finanziari legati al finanziamento per l'impresa non sono fiscalmente imponibili. Per quello che concerne la clausola di subordinazione si deve far riferimento al grado di postergazione del titolare di obbligazioni subordinate rispetto ai diritti vantati dagli altri creditori della società, con l'unica eccezione degli azionisti. La società che emette titoli obbligazionari subordinati e partecipativi si obbliga a versare al soggetto finanziatore, con cadenza annuale, una somma che è proporzionale al risultato economico d'esercizio, così come indicato nel regolamento dello strumento finanziario. L'introduzione di tali strumenti nel panorama finanziario italiano è stata indotta dalla possibilità di finanziare in tale modo le imprese c.d. *start up* o alternativamente il rilancio aziendale di un'impresa che si trovi in difficoltà economiche: possono essere delle operazioni temporanee propedeutiche ad un futuro aumento di capitale, possono riguardare la ristrutturazione del debito aziendale, possono riguardare operazioni di finanziamento a medio - lungo termine e infine possono essere utilizzati come strumenti alternativi di finanziamento. Si tratta pur sempre di strumenti subordinati, e quindi che presentano per l'investitore un maggiore rischio rispetto ai *senior bond*, cioè le classiche obbligazioni che impegnano l'emittente a rimborsare a scadenza il capitale investito e, nel caso di fallimento del debitore, i creditori *senior* hanno la precedenza rispetto a azionisti e creditori di debito *junior*.

2.3 Caratteristiche degli emittenti

⁶ Cfr. "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio", G. Forestieri, Università Bocconi.

Le PMI italiane sono le destinatarie della nuova normativa e della nuova disciplina riguardante l'emissione dei titoli di credito, siano esse società operanti in forma giuridica di SpA che in forma di SRL; nel caso in cui le imprese emittenti rientrino nella categoria delle società a responsabilità limitata, vi deve essere la previsione statutaria di poter ricorrere al finanziamento tramite l'emissione di uno o più titoli di debito. Per poter delineare i confini della categoria delle PMI si ricorre alla sopracitata Raccomandazione della Commissione Europea, la quale enuncia dei parametri dimensionali validi per tutti i paesi membri dell'unione europea: le imprese e le società che rientrano in tale classificazione sono pertanto quelle a cui si rivolge la legislazione italiana in materia di minibond e di strumenti di finanziamento assimilati (l'art 32 del c.d. *Decreto Sviluppo* del 2012 richiama inequivocabilmente la definizione data dalla Commissione). Tramite il *Decreto Sviluppo*, il legislatore italiano ha deciso di intraprendere la strada di un rilevante snellimento delle pratiche richieste per l'emissione delle obbligazioni, ha inoltre eliminato i limiti previsti per le imprese non quotate, equiparando il trattamento fiscale riguardante le emissioni di obbligazioni da parte delle imprese quotate e di quelle non quotate. Per quello che concerne l'aspetto fiscale è possibile procedere alla deduzione degli interessi passivi entro il limite del 30% del ROL (reddito operativo lordo) per i titoli quotati e per quelli non quotati. Per questi ultimi la deducibilità è subordinata alla condizione che tali titoli siano detenuti da investitori qualificati i quali non detengano, direttamente o indirettamente, anche per tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente e che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in stati o territori che consentano un adeguato scambio di informazioni. In aggiunta alla deducibilità degli interessi passivi è prevista anche la deducibilità delle spese di emissione nell'esercizio in cui sono sostenute. I requisiti sopra citati rientrano nella categoria dei c.d. requisiti normativi, quelli cioè espressamente previsti dalla legislazione italiana in materia di emissioni obbligazionari; esistono però anche quelli qualitativi che l'impresa emittente deve possedere: gli ultimi due bilanci dell'impresa chiusi con un utile, valido posizionamento di mercato, solido e dettagliato piano industriale, trasparenza nella comunicazione e forte propensione all'internazionalizzazione. Il minibond, e strumenti ad esso assimilabili, non devono essere interpretati come strumenti a cui ricorrono imprese che si trovano a vivere una situazione di difficoltà e/o dissesto finanziario, piuttosto devono essere intesi come elementi utili alle PMI per attrarre finanziamenti volti alla crescita e allo sviluppo di aziende sane, che abbiano avuto buone performance economiche negli ultimi esercizi e che intendono diversificare le loro fonti di approvvigionamento finanziario. L'emissione di un minibond si colloca nelle decisioni di carattere straordinario per quanto riguarda la vita di una PMI; condizione essenziale affinché l'emissione abbia successo è il buono stato di salute dell'impresa emittente, dal momento che tale decisione investe la vita immediatamente futura dell'impresa. Ciò che dovrebbe quindi spingere le imprese a finanziarsi con i minibond è la possibilità di ottenere dei finanziamenti a medio e lungo termine, i quali possono accompagnare le PMI nel loro percorso di sviluppo e crescita, fornendo le risorse necessarie per gli investimenti (il canale bancario invece risulta essere più indirizzato verso il capitale circolante, e quindi al breve termine). Le imprese che operano in settori di mercato che sperimentano una forte crescita sono il prototipo ideale di potenziali soggetti emittenti di minibond. La bassa capitalizzazione e la ridotta fatturazione di suddette imprese, a fronte di una elevata domanda e di un forte incremento nel quantitativo degli ordini, sono le condizioni ideali per progettare l'emissione di un minibond che sia in grado di assistere la PMI nel suo percorso di

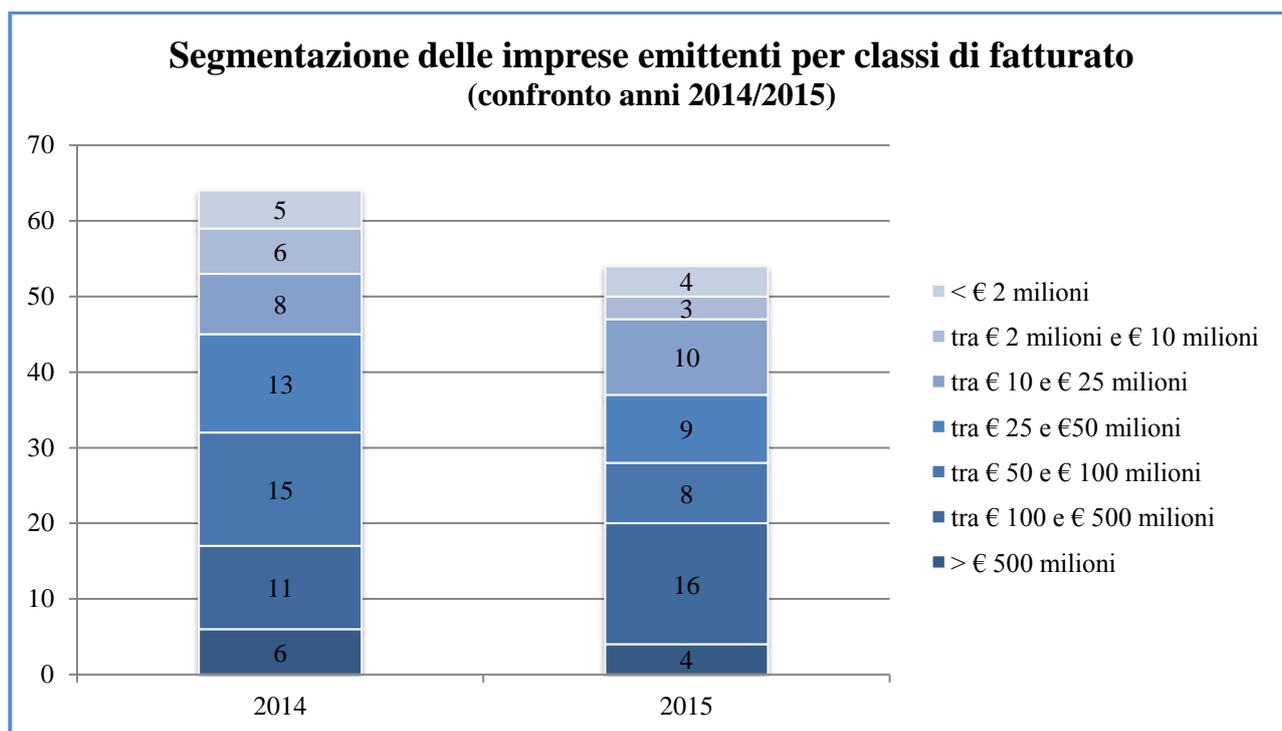
crescita⁷. Le imprese emittenti i minibond coprono la quasi totalità dei settori produttivi, con una preponderanza per quel che riguarda le imprese che operano nel settore manifatturiero seguito dalle PMI che operano nel settore dei sistemi di informazione e comunicazione, seguono poi commercio e fornitura di acqua (quest'ultimo fortemente influenzato dall'operazione ViverAcqua che sarà analizzata in dettaglio in seguito). Le imprese appartenenti al settore manifatturiero ricoprono la parte del leone nelle emissioni dei minibond sia nel 2014 che nel 2015, mentre nel 2015 si assiste ad un incremento delle emissioni sia nel commercio che nel settore finanziario.



Fonte: 2° report Minibond, Politecnico di Milano, 2016.

L'analisi delle imprese emittenti può essere svolta non solo in relazione al loro settore di appartenenza, ma anche e soprattutto in relazione al loro fatturato: la classe più ampia è costituita dalle imprese che fatturano in un *range* compreso tra i 100 e i 500 milioni di euro, seguita dalle imprese che occupano la fascia di fatturato tra i 50 e i 100 milioni di euro. Anche in questo caso è possibile effettuare un confronto tra l'anno 2014 e l'anno 2015 segmentando le imprese in relazione alla loro appartenenza ad una classe di fatturato piuttosto che ad un'altra. La classe più ampia (fatturato tra gli € 100 e gli € 500 milioni) ha avuto un forte incremento nel numero delle emissioni nel 2015, mentre quella del fatturato tra gli € 50 e gli € 100 milioni ha subito una forte contrazione, si è infatti quasi dimezzata. Il fatto che vi siano delle imprese che abbiano un fatturato pari o inferiore agli € 2 milioni potrebbe portare a ritenerle delle micro-imprese, e quindi non destinatarie della legislazione in materia di minibond, ma per essere ritenute tali (e quindi escluse dalla possibilità di emettere minibond) devono essere rispettati altri due parametri, uno occupazionale e uno riguardante l'attivo di bilanci (parametri non rispettati).

⁷ "I mini-bond, istruzioni per l'uso", op. cit.



Fonte: 2° report sui Minibond, Politecnico di Milano, 2016.

Caso di studio: ViverAcqua Hydrobond 1 srl.

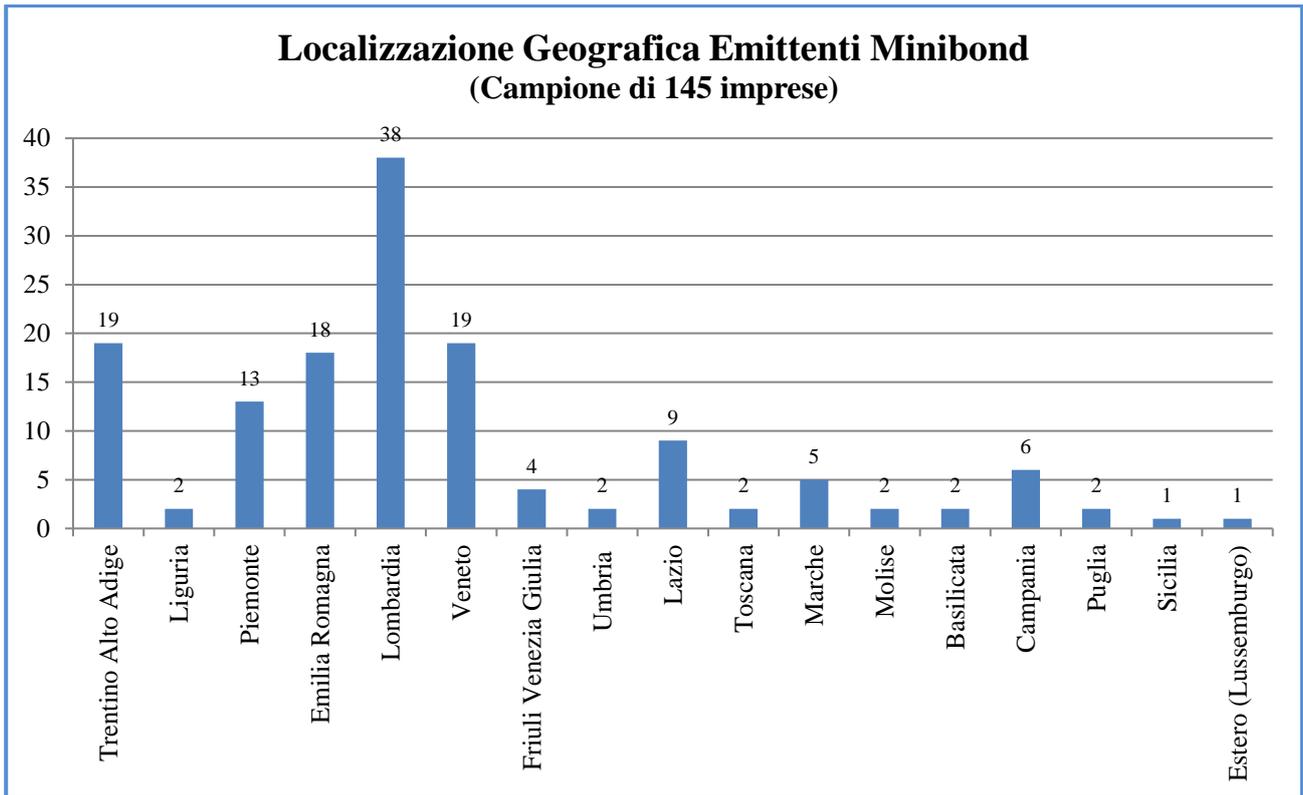
Tra le imprese emittenti i minibond, non vi sono solo ed esclusivamente PMI del settore privato, ma anche società operanti nel settore della fornitura di servizi pubblici. Un'esperienza in questo campo è rappresentata dal minibond denominato *Hydrobond*: è stata scelta questa particolare esperienza perché in primo luogo riguarda imprese che operano, come già detto, nel settore della fornitura di servizi pubblici e cosa più importante è stata la prima operazione di cartolarizzazione di minibond in Italia. Tale emissione, per le caratteristiche peculiari appena accennate, rappresenta un progetto pilota nell'esperienza italiana, ed è stato finanziato per la maggior parte dalla BEI (Banca Europea per gli Investimenti). È questo infatti, il primo e unico caso in Italia, di utilizzo della nuova normativa sui minibond da parte delle società pubbliche non quotate. L'unico sottoscrittore dei minibond emessi è la SPV (*Special Purpose Vehicle* - società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti) Viveracqua Hydrobond 1 srl. I minibond sono stati emessi da diverse società, tutte quante però operanti nel settore della distribuzione idrica: Acque del Basso Livenza SpA, Acque del Chiampo SpA, Acque Vicentine SpA, Alto Vicentino Servizi SpA, Azienda Servizi Integrati SpA, BIM Gestione Servizi Pubblici SpA, Centro Veneto Servizi SpA ed ETRA SpA. Le società, prese singolarmente, non avrebbero potuto avere facile accesso al mercato del debito e di conseguenza sfruttare le risorse finanziarie messe a disposizione a livello comunitario. L'unico sottoscrittore degli € 150 milioni di minibond emessi da queste varie società è, come già detto la Viveracqua Hydrobond 1 srl, la quale poi ha proceduto ad emettere delle obbligazioni originate dalla cartolarizzazione dei titoli precedentemente emessi. Gli *Asset-Backed Securities* originati dalla cartolarizzazione sono stati quotati in Lussemburgo e sottoscritti per la maggior parte dalla BEI, e in minor misura dal fondo pensione Solidarietà Veneto e dalla Cassa Rurale ed Artigiana di Brendola. Per quello che riguarda i minibond emessi dalle varie società venete e sottoscritti da Viveracqua, sono quotati nel segmento dell'ExtraMOT PRO di Borsa Italiana SpA presentando le seguenti

caratteristiche: hanno una scadenza di venti anni (durata insolita per un minibond), presentano un piano di ammortamento lineare dopo i primi due anni di pre-ammortamento, il prezzo di emissione è alla pari e hanno un tasso fisso al 4,2%. I titoli emessi dalla SPV invece presentano le seguenti caratteristiche: sono quotati nella Borsa del Lussemburgo, sono titoli a ricorso limitato sulle obbligazioni, importo pari alla somma del valore nominale delle obbligazioni, hanno una scadenza pari a 20 anni (come il sottostante), il prezzo di emissione è alla pari e anche gli ABS hanno un tasso fisso. Per quanto riguarda il rating ogni singolo emittente ne ha ricevuto uno di tipo *unsolicited* (la società di rating emette un giudizio di merito creditizio su richiesta dell'impresa o dell'investitore, ma questo giudizio rimane confidenziale e non viene reso pubblico) e, altro aspetto non di poco conto, è stata prestata garanzia congiunta su una quota parte delle obbligazioni fornita da Veneto Sviluppo e dagli Emittenti pro quota⁸. Le finalità dell'emissione dei vari minibond poi cartolarizzati sono espresse dal presidente di ViverAcqua, Monica Mantio: “si tratta di un'operazione importante, che ci permette di liberarci dalla morsa banco centrica. Ci garantisce un finanziamento ventennale non richiedendoci garanzie ipotecarie o degli enti locali soci. Il risultato sono 150 milioni di euro di finanziamento con un ritorno in termini di investimenti per 300 milioni di euro”⁹.

Il caso di studio precedentemente riportato si riferisce, come accennato, a una esperienza di emissione di minibond particolare, sia per l'emissione, sia per le imprese che hanno deciso di cimentarsi con questi nuovi strumenti, sia per la pratica della cartolarizzazione del debito obbligazionario mediante la creazione di ABS. L'elemento che accomuna questa esperienza con le altre realizzate in Italia riguarda l'ubicazione territoriale delle imprese emittenti: si tratta infatti di imprese con sede nel nord Italia (nel caso specifico nella regione Veneto). Questo aspetto geografico non è di poco conto, se si considerano le emissioni effettuate dalle PMI italiane nel corso del tempo: risulta infatti che la maggioranza di tali emissioni hanno riguardato imprese del centro-nord Italia, ovvero la parte economicamente più dinamica e reattiva alle innovazioni, anche in campo finanziario, del paese. Nel sud dell'Italia le imprese che decidono di rivolgersi al mercato dei capitali, tramite l'utilizzo di minibond *et similia*, sono ancora dei casi sporadici e non sistematici. Tale *gap* fra nord e sud del paese, anche nel campo delle modalità di reperimento delle risorse finanziarie, può portare all'allargamento del già ampio divario che esiste tra meridione e resto del paese.

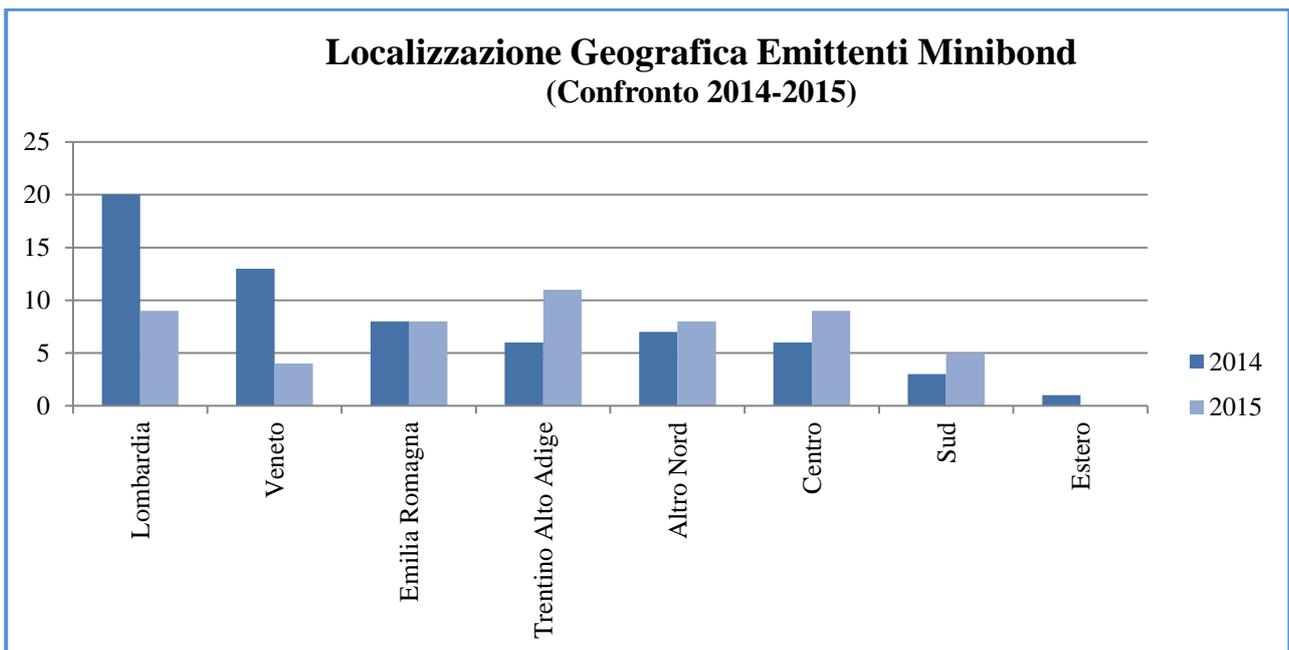
⁸ www.regione.veneto.it

⁹ www.centrovenetoservizi.it



Fonte: 2° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano, 2016.

Come si evince dal grafico precedente la predominanza delle imprese del centro – nord Italia nel mercato delle emissioni dei minibond è preponderante: tale superiorità si è confermata di nuovo pure nell’anno 2015. Il grafico che segue mette a confronto l’andamento delle emissioni nelle varie aree geografiche d’Italia tra l’anno 2014 e l’anno 2015, anni per i quali sono disponibili dati completi ed esaustivi.



Fonte: 2° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano, 2016.

Nel lungo percorso necessario per l'emissione dei minibond, le imprese sono affiancate da diverse figure di operatori, che svolgono il compito di assistenza e di consulenza sia per la strutturazione del prestito obbligazionario, sia per la sua successiva collocazione nel mercato primario. La figura di gran lunga più importante che affianca le imprese nel processo di progettazione del minibond è quella dell'*advisor*. Funzione precipua dell'*advisor* è quella di assistere e affiancare le PMI nel percorso di progettazione e di strutturazione del minibond, dal momento che solitamente le piccole e medie imprese accusano un deficit riguardo le competenze finanziarie necessarie per realizzare un prestito obbligazionario che risulti poi essere appetibile sul mercato agli occhi degli investitori (dal momento che il minibond non deve solo essere progettato ed emesso, ma pure acquistato dagli investitori). L'*advisor* svolge questo compito: elabora la struttura del prestito obbligazionario, decide il migliore *timing* per l'emissione, consiglia l'impresa riguardo il controvalore dell'emissione e suggerisce il rendimento che dovrebbe essere corrisposto agli investitori, tenendo ovviamente conto della situazione economico finanziaria dell'impresa emittente, del settore in cui opera e del contesto economico generale. La prima operazione che l'*advisor* e l'impresa devono, in maniera congiunta, porre in essere riguarda l'analisi dei costi-benefici: così come qualsiasi operazione di investimento, anche la scelta di emettere un prestito obbligazionario (e quindi modificare il classico approccio alle modalità di finanziamento bancario) deve essere ponderata e analizzata nei minimi dettagli, sia per quel che riguarda i benefici che tale modalità può apportare alla struttura finanziaria dell'impresa, sia per gli oneri, dovuti agli interessi passivi, che saranno corrisposti ai creditori. In sintesi, l'*advisor* e l'impresa devono valutare la sostenibilità del debito tenendo conto sia dei flussi in uscita imputabili al pagamento degli interessi sul prestito obbligazionario, sia dei *cash flows* che l'impresa deve generare per garantire la fattibilità dell'operazione nel suo complesso. Quanto sopra descritto può essere avviato sia su spinta dell'impresa interessata ad emettere minibond, sia su input dell'*advisor* il quale è interessato a ricercare e portare all'attenzione dei potenziali investitori PMI con buone performance e ottime possibilità di sviluppo e crescita dimensionale. Nel caso in cui sia l'*advisor* di sua istanza a ricercare le imprese che abbiano *appeal* presso il pubblico degli investitori, l'analisi si baserà necessariamente sui dati pubblicamente disponibili (come ad esempio un'accurata analisi del bilancio annuale redatto e pubblicato dall'impresa). Nel caso in cui l'impresa si faccia affiancare da un *advisor*, nel percorso di strutturazione ed emissione del prestito obbligazionario, le tempistiche possono variare dai tre ai quattro mesi di tempo. Di pari passo con l'*advisor* svolgono il loro compito i consulenti legali: questi svolgono un ruolo fondamentale in quanto si occupano del pieno rispetto delle normative in essere e del completo adempimento delle formalità richieste per piazzare sul mercato uno strumento di debito. Il loro compito è estremamente delicato dal momento che devono tutelare l'impresa emittente da ogni possibile contestazione e al contempo garantire gli investitori sulla regolarità delle procedure e dell'emissione. Sia l'*advisor* che i consulenti legali svolgono il loro operato prima dell'emissione del prestito obbligazionario; il soggetto che è incaricato di piazzare i titoli presso gli investitori per conto dell'emittente è l'*arranger*. L'*arranger* è una figura chiave nel rapporto tra gli investitori e l'impresa emittente, egli mette in relazione la domanda con l'offerta di minibond: contatta gli investitori sulla base delle loro preferenze di investimento e sulla base della tipologia di prestito obbligazionario che deve essere allocato sul mercato. Per quanto riguarda i *player* più importati sulla scena nazionale, considerando le emissioni al di sopra di € 50 milioni, si possono annoverare nell'elenco BancaIMI, Unicredit e BNP Paribas. Accanto a questi tre operatori di caratura europea se ne affiancano altri che svolgono il loro operato

su emissioni di taglio inferiore e limitatamente al contesto italiano, come ad esempio la società Finint e la Banca Popolare di Vicenza, solo per citare due dei *player* più rilevanti nel quadro italiano degli *arranger* nel settore dei minibond.

2.4 Diffusione degli strumenti nel mercato mondiale

La creazione di un segmento di mercato *ad hoc* per questi strumenti in Italia (nello specifico l'ExtraMot Pro) non è altro che il proseguimento di un'esperienza che all'estero, soprattutto nel nord Europa ha fatto registrare ottimi risultati dal punto di vista delle emissioni e delle risposte da parte degli investitori. L'Europa settentrionale, e in particolare i paesi scandinavi sono considerati essere la patria dei minibond e dei mercati dedicati alla loro negoziazione. Il primo paese che in Europa ha dato vita ad un mercato non regolamentato per la quotazione e lo scambio di *commercial paper* è stata la Norvegia nel 2005. Tale mercato, denominato Nordic ABM, risulta essere suddiviso in due ulteriori sottosegmenti in riferimento alla soglia di € 65 mila di taglio minimo di emissione: tale soglia funge da spartiacque tra le obbligazioni riservate agli investitori *retail* (al di sotto degli € 65 mila), da quelle riservate agli investitori istituzionali (al di sopra degli € 65 mila). Il successo di questa nuova tipologia di mercato è da rintracciarsi nella facilità e nella semplificazione delle procedure a cui sono sottoposte le imprese che desiderano quotare i propri minibond in tale segmento di mercato. Questo snellimento burocratico si giustifica con l'intenzione di garantire l'accesso al mercato dei capitali al maggior numero di imprese possibili. L'alleggerimento delle procedure riguarda sia gli adempimenti informativi che la tempistica richiesta per la realizzazione di una emissione obbligazionaria. Il successo riscosso in Norvegia ha spinto gli altri legislatori europei a muoversi in direzione simile a quella del paese scandinavo. Un'esperienza simile a quella sopra descritta si rintraccia in Spagna, nel MARF, Mercado Alternativo de Renta Fija, costituito nel paese iberico nel 2013 e gestito dalla società Bolsa y Mercados Espanoles. Come già visto, anche in questo mercato sono state alleggerite e semplificate le procedure di accesso, cercando comunque sempre di mantenere la massima trasparenza possibile per gli investitori che si accingono a comprare prodotti obbligazionari quotati e scambiati su questo segmento. Nello specifico, le imprese emittenti, per richiedere la quotazione dei minibond devono soddisfare le seguenti condizioni: l'iscrizione al registro delle imprese, pubblicare gli ultimi due bilanci annuali certificati, fornire lo statuto societario e la delibera, l'informativa sul rischio fornita da un'agenzia autorizzata. Deve essere infine costante l'impegno dell'emittente di rendere pubbliche tutte le informazioni che potrebbero avere riflesso sul prezzo dei minibond emessi. Il taglio minimo di negoziazioni in tale mercato è di € 100 mila; per quello che riguarda invece i destinatari delle emissioni obbligazionarie, il mercato spagnolo, come quello italiano, prevede la possibilità di sottoscrizione solo da parte di investitori istituzionali. "Tra i casi analizzati, il mercato spagnolo dei minibond, è quello che più ricalca la struttura implementata nel contesto italiano sia per ciò che concerne l'architettura normativa e regolamentare che ne disciplina il funzionamento e sia per la struttura operativa che regola il processo di emissione"¹⁰. Nel 2012 in Francia si è provato a gettare le basi per tentare di replicare il successo ottenuto dalla Norvegia definendo una nuova modalità di emissione delle obbligazioni dedicata interamente alle PMI. Tale nuova modalità viene indicata con l'acronimo IBO (*Initial Bond Offer*). L'emissione può essere effettuata su tre mercati: i segmenti B e C di Euronext (il quale è un mercato regolamentato) o l'Alternext (mercato multilaterale) presso la borsa di Parigi. Il taglio minimo dell'emissione è di € 5 milioni per l'Alternext e di € 10 milioni per l'Euronext, la

¹⁰ "Laboratorio di analisi monetaria, Osservatorio Monetario", Op. Cit.

scadenza deve essere compresa tra un minimo di cinque anni e un massimo di dieci anni. La principale differenza tra il modello norvegese e quello francese consiste nella richiesta da parte del mercato transalpino dell'emissione di un rating, per le imprese non quotate, da parte di una società di rating riconosciuta dall'ESMA (European Security and Market Authority). Sia il Nordic ABM, che i mercati Alternext e Euronext, sono aperti tanto agli investitori istituzionali quanto a quelli retail. Per quanto riguarda l'esperienza francese si possono osservare sia dei tratti positivi che degli aspetti negativi; non ha avuto infatti lo stesso successo ottenuto dal mercato norvegese dei minibond. Lo sviluppo del mercato obbligazionario delle PMI in Francia resta pertanto un gradino sotto quello norvegese e quello tedesco. In Germania esistono numerosi listini che sono interamente dedicati ai titoli di debito delle PMI: Entry Standard a Francoforte, Primärmarkt a Düsseldorf, Mittelstandsbörse Deutschland e infine il mercato regolamentato non ufficiale di Stoccarda, il quale è composto da molteplici segmenti: tra questi ultimi spicca il Bondm, segmento dedicato interamente ai minibond. Il mercato tedesco offre la possibilità agli investitori, siano essi retail o istituzionali, di sottoscrivere i minibond sul mercato primario in fase di IBO (Initial Bond Offer) e di procedere poi alla loro negoziazione nel mercato secondario. Il Bondm è organizzato attraverso un canale di vendita elettronico, mediante il quale si vuole facilitare l'accesso al mercato da parte di investitori retail. I requisiti richiesti alle società emittenti minibond consistono nella presentazione di un prospetto informativo (il quale deve essere approvato dall'Autorità di mercato), nella certificazione dell'ultimo bilancio, nell'emissione di un giudizio di rating da parte di un'agenzia specializzata, e infine nella nomina di un *coach*, cioè un intermediario incaricato di assistere l'impresa della fase di emissione e di collocamento del minibond. In Germania, a differenza di ciò che accade in Italia, i minibond possono essere acquistati direttamente da un investitore privato in forma individuale, senza dover necessariamente ricorrere a banche e/o altre tipologie di investitori istituzionali¹¹. Il taglio minimo dei titoli quotati è di € 1000, quantitativo di gran lunga inferiore ai limiti che caratterizzano i mercati precedentemente analizzati. Il caso tedesco è peculiare rispetto alle altre esperienze continentali, numerosi sono stati infatti i *default* che hanno accompagnato l'esperienza dei minibond in Germania. Il 30% delle emissioni di minibond quotati nel mercato Bondm di Stoccarda sono incorsi in *default* pur avendo un rating *investment grade* (nello specifico la maggioranza rientravano nella classe di merito BBB o BB)¹². L'elevato numero di *default* ha fortemente minato la fiducia degli investitori e la reputazione dei listini in cui tali titoli erano quotati, provocando di conseguenza un crollo nelle emissioni di minibond. Si possono prendere in considerazione, in ordine di grandezza e rilevanza dimensionale, i mercati dedicati ai minibond di Germania, Italia e Spagna, per comprendere l'estensione e la portata del fenomeno a livello paneuropeo.

Nome del Mercato	M-Bond	ExtraMOT-PRO	Marf
Paese	Germania	Italia	Spagna
Data prima emissione	Nov 2010	Mar 2013	Nov 2013
Data Prima Scadenza	Sett 2015	Giu 2016	Dic 2018

¹¹ Cfr. "I mini-bond, istruzioni per l'uso", Op. Cit.

¹² "Osservatorio Minibond, 2° Report Italiano sui Minibond", Politecnico di Milano, 2016.

Volume Totale Emissioni (mln €)	10.080	5.040	1.062
Numero Totale Emissioni	169	117	20
Numero Totale degli Emittenti	142	101	18
Emissione più Piccola (mln €)	2	0.2	10
Emissione Maggiore (mln €)	600	424	185
Media Aritmetica Emissioni (mln €)	59.06	42.4	48.7
Intervallo Rendimenti %	1.13% - 12.0%	3.5% - 8.5%	4.5% - 7.5%

Elaborazione Dati: CRIF Rating Agency

2.5 Conclusioni

La forte spinta imposta dal legislatore italiano all'utilizzo di vie alternative al classico canale di finanziamento bancario sembra aver raggiunto risultati soddisfacenti, basti tener conto della forte accelerazione sperimentata a partire dalla seconda metà del 2014, sia per quel che riguarda il numero delle emissioni che per il loro controvalore. I minibond quindi come grimaldello con cui scardinare la storica riottosità del capitalismo italiano nei confronti dell'apertura al mercato dei capitali. Sembra che tale opportunità di apertura verso il mercato dei capitali stia facendo breccia tra gli imprenditori titolari di PMI, soprattutto nel campo della manifattura. L'emissione di strumenti obbligazionari, nella fattispecie presa in considerazione i minibond, è stata via via, come verrà approfondito in seguito, resa più semplice e accessibile dal legislatore rimuovendo per quanto più possibile gli ostacoli di natura burocratica e procedurale. Il combinato disposto dalla progressiva semplificazione e dal venir meno delle linee di credito bancarie, ha determinato il successo di questi strumenti finanziari, e sta facendo progressivamente convergere il mercato dei capitali italiano verso uno più dinamico di caratura prettamente europea. In Europa, come si è avuto modo di vedere, tale mercato presenta elementi di tonicità e di dinamicità, garantendo alle PMI una fonte consistente delle risorse finanziarie di cui necessitano.

3 La normativa in Italia

3.1 Introduzione

L'attenzione riservata dal legislatore italiano alle modalità di finanziamento delle PMI è andata progressivamente aumentando, cercando da una parte di semplificare e sfoltire la selva di norme riguardanti l'emissione di titoli e strumenti assimilati, dall'altra di offrire maggiori incentivi (soprattutto in ambito fiscale). Come si è avuto modo di vedere nel precedente capitolo, gli strumenti chiamati minibond non sono nuovi di zecca, ma sono titoli e affini riadattati ad una nuova e più ampia platea di utilizzatori, semplificandone l'accesso e rendendolo più vantaggioso sia per gli emittenti che per gli investitori. L'intervento del legislatore italiano non ha in alcun modo intaccato la tipologia di strumenti finanziari a disposizione delle imprese, ma ha modificato la normativa per allargarne le maglie: in tal modo la platea delle PMI che possono far ricorso al mercato dei capitali per trovare e ottenere risorse finanziarie utili per il loro sviluppo e la loro crescita dimensionale si è ampliata a dismisura. Tali novità regolamentari, in buona sostanza, sono volte a rafforzare la ripresa del tessuto imprenditoriale italiano, indebolito dalla crisi, e di conseguenza la disciplina si focalizza molto più sui destinatari di tali strumenti che sulla tipologia degli stessi¹³. I riferimenti normativi, e tutta la specifica disciplina dettata, saranno oggetto di analisi approfondita nei seguenti paragrafi del corrente capitolo.

¹³«Laboratorio di analisi monetaria, Osservatorio Monetario», Op. Cit.

3.2 Riferimenti normativi

La normativa riguardante la disciplina dei minibond in Italia non è frutto di un unico *corpus* emanato *in toto* dal legislatore: essa è perlopiù il risultato di diversi e successivi decreti emanati dai vari governi succedutisi a partire dal 2012. Tre sono i decreti che contengono le maggiori e più importanti disposizioni nell'ambito dei minibond:

- I. Il D.L n 83 del 22 giugno 2012, convertito con legge 134/2012, il c.d. *Decreto Sviluppo*
- II. Il D.L n. 145 del 23 dicembre 2013, convertito con legge 9/2012, il c.d. *Piano Destinazione Italia*
- III. Il D.L. n.91 del 24 giugno 2014, convertito con legge 116/2014, il c.d. *Decreto Competitività*.

Le finalità dei sopracitati interventi legislativi sono da ricollegare alla necessità di far sorgere anche in Italia una normativa prima e un mercato dei capitali poi, al quale possano rivolgersi le PMI, in linea con i restanti paesi europei già da tempo dotati di una legislazione a riguardo. Per meglio comprendere l'evoluzione, e soprattutto gli aspetti peculiari in materia di minibond di ogni decreto, è necessario prendere in esame ogni decreto singolarmente, in modo da coglierne le disposizioni più rilevanti.

3.2.1 Decreto Sviluppo

Il c.d. *Decreto Sviluppo* è il primo dei tre decreti concernenti la materia dei minibond: con tali provvedimenti si è proceduto nella direzione di rimuovere gran parte delle disparità dovute alla diversa imposizione fiscale alla quale erano sottoposti i titoli di debito emessi dalle PMI non quotate e , dall'altra parte, quelli emessi da società quotate. Tale volontà di uniformare si rintraccia negli articoli 32 e 32 bis del decreto suddetto (derubricati al capo II° denominato “*Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese*”). Le disposizioni fiscali introdotte dal legislatore riguardano tre principali ambiti:

- I. La deducibilità degli interessi passivi
- II. L'esenzione della ritenuta sugli interessi pagati
- III. L'immediata e totale deducibilità delle spese sostenute per l'emissione dei titoli

La possibilità di dedurre gli interessi passivi è disciplinata dall'art 32, comma n. 8 “*Le disposizioni dell'articolo 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n 549, non si applicano nei casi in cui le obbligazioni e le cambiali finanziarie, emesse da società non emittenti di strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/362/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto-legge, siano sottoscritti da investitori qualificati che non siano, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, direttamente o indirettamente soci della società emittente*”¹⁴. In sintesi, gli interessi passivi, sono deducibili ai fini dell'Ires entro il 30% del margine operativo lordo, a patto che i titoli siano emessi da società con azioni non quotate, con l'esclusione di banche e micro-imprese, e negoziati su mercati regolamentati. Nel caso di titoli non

¹⁴ Decreto Legge 22 giugno 2012, n 83, in Gazzetta Ufficiale

quotati nei mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, gli interessi passivi sono diventati deducibili fino al 30% del margine operativo lordo solo qualora i titoli siano detenuti da investitori qualificati che non detengano una quota superiore al 2% del capitale della società emittente e a condizione che il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in nazioni che garantiscano un adeguato scambio di informazioni. La normativa precedentemente in vigore, per quanto concerne la possibilità riservata alle imprese emittenti di dedurre gli interessi passivi, decretava la possibilità di dedurre gli interessi solo per la quota-parte inferiore o pari:

- I. Al doppio del “tasso ufficiale di riferimento” stabilito dallo stato per i titoli di debito negoziati sui mercati regolamentati UE inclusi nella cosiddetta *White List* (quei paesi cioè che consentono un adeguato scambio di informazioni).
- II. Al tasso ufficiale moltiplicato per 5/3, per i titoli di debito che non sono inclusi nella lista sopra citata.

Ovviamente negli innumerevoli casi in cui gli interessi risultavano essere superiori rispetto a quanto ammesso in deduzione dalla normativa pre-esistente, la parte restante risultava essere indeducibile, di conseguenza si configurava come un maggior onere per l'impresa emittente. La norma, voluta a suo tempo, fondava la sua *ratio* sull'intenzione di evitare quello che può essere chiamato un “arbitraggio fiscale” nel caso limite in cui i titoli fossero stati sottoscritti da soggetti riconducibili agli azionisti della società¹⁵.

Per quello che riguarda le modifiche inerenti l'esenzione degli interessi corrisposti dall'emittente al sottoscrittore, il comma n. 9, art 32 del decreto suddetto, dispone testualmente che “*La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni, delle cambiali finanziarie, e titoli similari, emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari negoziati nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime*”¹⁶. Tale ritenuta del 20% è stata poi innalzata al 26% a partire dal 1 luglio 2014. L'ultima agevolazione introdotta dal legislatore con tale decreto, consiste nella deducibilità delle spese di emissione: il comma n.13, art 32 stabilisce che “*Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli similari di cui all'articolo 1 del Decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, primo comma, sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio*”¹⁷. Le spese di emissione si riferiscono a quelle sostenute per le commissioni che competono all'*arranger*, agli *advisor*, alle società che emettono il rating, i compensi riguardanti le commissioni relative al collocamento, i compensi professionali e tutto ciò che concerne l'emissione del prestito obbligazionario. Per quanto concerne

¹⁵ “1° report italiano sui mini-bond”, Osservatorio Mini-Bond, Politecnico di Milano, AA.VV.

¹⁶ Decreto Legge 22 giugno 2012, n.83 (in supplemento ordinario n.129/L alla G.U. n.147 del 26 giugno 2012), coordinato con la legge di conversione del 7 agosto 2012 n.134.

¹⁷ Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, in Gazzetta Ufficiale

la normativa civilistica il legislatore ha disposto delle deroghe all'articolo 2412; queste sono contenute al comma 26, art 32 *“all'articolo 2412 del codice civile, il quinto comma è sostituito dal seguente. <<I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni>>”*¹⁸.

3.2.2 Piano Destinazione Italia

Il decreto c.d. *Piano Destinazione Italia* focalizza l'attenzione sull'ampliamento dell'offerta di forme di finanziamento nel medio - lungo termine che risultino essere alternative al canale bancario. Le nuove disposizioni contenute all'interno del decreto riguardano: la cartolarizzazione dei titoli obbligazionari, il privilegio speciale e l'imposta sostitutiva. Per ciò che concerne la cartolarizzazione dei titoli il legislatore si è occupato di ampliare la legge 130/1991 anche alle obbligazioni e titoli ad esse assimilabili, con l'esclusione dei titoli partecipativi, ibridi e convertibili. L'articolo 12 del decreto legge è intitolato *“Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa”* e contiene numerose disposizioni riguardo la cartolarizzazione dei titoli. Una delle nuove possibilità previste dalla norma, consiste nella possibilità per le SPV (*Special Purpose Vehicle*), costituite per la cartolarizzazione dei crediti, di sottoscrivere direttamente le emissioni di minibond, con la finalità di ampliare il più possibile la domanda di tali strumenti finanziari. A tal proposito l'art 12, comma 1 del decreto, recita *“Alla legge 30 aprile 1999, n. 130, sono apportate le seguenti modificazioni: a) all'articolo 1, dopo il comma 1, è inserito il seguente: 1-bis <<La presente legge si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione e l'acquisto di obbligazioni e titoli similari, esclusi comunque i titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli>>”*¹⁹. Tale decreto *Destinazione Italia* ha proceduto ad eliminare la ritenuta d'acconto che gravava in misura del 26% sugli interessi e sui proventi relativi ai minibond; l'art 12, comma n 5, sancisce che *“Dopo l'articolo 32, comma 9 del decreto legge 22 giugno 2012, n.83, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n.134, è inserito il seguente: <<9-bis. La ritenuta del 20% di cui all'articolo 26, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica del 29 settembre 1973, n.600, non si applica sugli interessi e gli altri proventi delle obbligazioni o titoli similari, e delle cambiali finanziarie, corrisposti a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie>>”*²⁰. Il fatto che venga ampliato il regime dell'imposta sostitutiva propria dei grandi emittenti di minibond, purché siano quotati in mercati regolamentati, è un ovvio tentativo di imprimere un'accelerazione allo strumento finanziario e di favorirne così lo sviluppo. La volontà di rendere più semplice l'accesso al canale di finanziamento extra-bancario si evince dall'estensione del privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività di impresa (riferimento art 46 del D.L 385/1993) anche a garanzia di emissioni obbligazionarie. Il privilegio speciale, la cui disciplina è contenuta nell'art 46 del Testo Unico Bancario, poteva, fino alla novazione della

¹⁸ Decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, in Gazzetta Ufficiale

¹⁹ Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito con modificazioni dalla legge 12 febbraio 2014, n.9, in Gazzetta Ufficiale 21/2/2014, n.43

²⁰ Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145

norma, essere costituito solo a garanzia dei finanziamenti bancari a medio e lungo termine; dopo l'intervento tale privilegio può essere anche costituito per garantire le emissioni di minibond. Affinché possa essere regolarmente costituito occorre che tale privilegio speciale risulti da atto pubblico notarile, e, al fine di invocarne l'opponibilità nei confronti dei terzi, deve essere trascritto nel registro di cui all'art 1524, comma 2 del codice civile. La presenza di garanzie collegate ai minibond emessi permette di ridurre in maniera sensibile il rendimento che l'emittente deve corrispondere sui titoli finanziari emessi, operando così una riduzione del costo del finanziamento ottenuto.

3.2.3 Decreto Competitività

Tale decreto, come indica senza fraintendimenti la sua denominazione, è una disposizione legislativa che contiene norme e provvedimenti volti ad assicurare una maggiore competitività alle imprese italiane nei mercati internazionali, oltre ai contenuti in materia di minibond. Tale decreto cerca di stimolare la domanda di minibond, soprattutto quella proveniente da investitori esteri: questa maggiore spinta ad internazionalizzare le fonti di finanziamento è disciplinata dall'articolo n.22, comma numero 1, denominato "*Misure a favore del credito alle imprese*". "Dopo il comma 5 dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n.600, è aggiunto il seguente :<<5-bis. La ritenuta di cui al comma 5 non si applica agli interessi e altri proventi derivanti da finanziamenti a medio e lungo termine alle imprese erogati da enti creditizi stabiliti negli Stati membri dell'Unione Europea, imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi delle normative emanate da Stati membri dell'Unione Europea o organismi di investimento collettivo del risparmio che non fanno ricorso alla leva finanziaria, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti negli Stati membri dell'Unione Europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, inclusi nella lista di cui al decreto del Ministero dell'economia e delle finanze emanato ai sensi dell'art 168.bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n.917>>" ²¹ . La novità in assoluto più importante che è stata introdotta mediante tale decreto consiste nella possibilità per le compagnie assicurative e per le società di cartolarizzazione di concedere finanziamenti diretti alle PMI. Condizione essenziale per l'eliminazione della ritenuta di acconto del 26%, la quale grava sugli interessi e i proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali ExtraMot Pro, consiste nella collocazione di tali titoli presso gli investitori istituzionali. I sottoscrittori non devono più pagare imposte che gravano sul trasferimento delle garanzie accessorie, come i crediti ipotecari. Tutti i provvedimenti presi in rapida sequenza, vanno nella direzione di completare un quadro normativo favorevole sia all'emissione diretta di titoli obbligazionari da parte delle PMI, sia alla riduzione del costo del capitale, sia alle operazioni di cartolarizzazione atte a rendere tali piccole emissioni attraenti per gli investitori anche in funzione delle opportunità legate alla diversificazione del rischio di insolvenza ²² .

²¹ Decreto Legge 24 giugno 2014, n.91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n.116

²² "1° report italiano sui mini-bond", Op. Cit.

3.3 Vantaggi e limiti dei minibond

Le emissioni di minibond presentano vantaggi sia per gli investitori sia per le PMI che decidono di intraprendere questa strada come via di finanziamento alternativa ai canali classici. L'aspetto favorevole che risalta immediatamente su tutti gli altri, consiste nella possibilità di diversificare le proprie fonti di finanziamento, permettendo alla PMI di attingere capitali per il proprio funzionamento e per un suo ipotetico sviluppo, non solo dal classico canale bancario, ma anche dal mercato dei capitali. L'esempio più esplicativo che può essere portato a tal riguardo, è rappresentato dal caso in cui una banca, nel momento in cui ravvisi delle difficoltà finanziarie per l'impresa, richieda anticipatamente un rientro delle linee di fido: in tale circostanza (eccezionale, ma non completamente avulsa dalla realtà) una PMI vede aggravarsi ancora di più la propria posizione economico-finanziaria. Pertanto uno degli indiscutibili punti di forza legato al ricorso al mercato dei capitali tramite i minibond è costituito dall'irrevocabilità del finanziamento ottenuto dagli investitori sottoscrittori (con l'ovvia eccezione dei casi in cui i minibond siano caratterizzati dalla presenza di una clausola di tipo *put* a favore dell'investitore sottoscrittore). L'irrevocabilità del finanziamento permette all'impresa di programmare nei minimi dettagli i *cash flows* futuri, sapendo con largo anticipo quanto dovrà corrispondere agli investitori e con che cadenza temporale sarà tenuta a farlo. Il ricorso allo strumento dei minibond permette quindi di stabilizzare la linea di credito, di cui l'impresa ha necessariamente bisogno per vivere, nel medio – lungo termine. Si deve inoltre tenere in debita considerazione il fatto che i finanziamenti ottenuti dal sistema bancario (mutui esclusi) creano, nella quasi totalità dei casi, un inevitabile disallineamento tra l'attivo e il passivo di bilancio delle imprese coinvolte. In tale contesto pertanto, le passività iscritte a bilancio, nel caso in cui la PMI faccia ricorso ai prestiti bancari, hanno una durata media inferiore rispetto alla scadenza media dell'attivo patrimoniale, tale situazione di disallineamento viene chiamata *mismatch of maturity* (il ricorso ai minibond permette pertanto di ovviare a tale situazione con l'obiettivo esplicito di ottenere una maggiore coerenza tra la scadenza media dell'attivo e la durata media del passivo patrimoniale, conseguendo così un migliore equilibrio economico patrimoniale). Il raggiungimento di una maggiore coerenza fra attivo e passivo di bilancio genera nel tempo un sensibile miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari dell'impresa e di conseguenza una possibile migliore valutazione del merito creditizio da parte delle banche finanziatrici, e a stretto giro la possibilità di ottenere ulteriori linee di credito dal settore bancario. Un altro non trascurabile vantaggio legato al ricorso a tali emissioni riguarda la possibilità di emettere titoli di debito senza la necessità di ricorrere a garanzie reali o personali da parte dell'imprenditore emittente, lasciando così inalterata la capacità di richiedere e ottenere i finanziamenti dal canale bancario²³. La modalità di rimborso del capitale ottenuto, prediletta dalle PMI, è la tipologia c.d. *bullet*: la maggioranza delle emissioni effettuate nel mercato italiano hanno questa modalità di rimborso. Essa rappresenta un indubbio vantaggio per le imprese emittenti, permette infatti di rimborsare il capitale in un'unica soluzione a scadenza, consentendo così alla PMI di procedere al pagamento del capitale nel momento in cui gli investimenti effettuati abbiano già cominciato a produrre i relativi *cash flows*. Se genera un vantaggio per l'impresa emittente, per l'investitore, la pratica di rimborso *bullet*, costituisce un elemento negativo, costituito dall'aumento del rischio causato dall'incremento della *duration* del titolo in questione (*ceteris paribus* un titolo che prevede un rimborso secondo un piano di ammortamento, c.d. *amortizing*, presenta una minore *duration* rispetto ad un titolo *bullet*). Il

²³ "Laboratorio di analisi monetaria, Osservatorio Monetario" Op. Cit.

ricorso alla tipologia *bullet* rappresenta ancora la maggioranza dei minibond emessi dalle PMI, anche se nel 2015 è aumentato il numero delle emissioni *admortizing*, questo per rendere più appetibili i titoli agli occhi degli investitori riducendo in misura sostanziale la *duration*. Con riferimento ai dati raccolti da uno studio del Politecnico di Milano, su un campione di 179 emissioni di mini-bond, le emissioni di tipo *bullet* sul totale raggiungono il 58,8%, mentre ovviamente le *admortizing* il 41,2% (da tenere in considerazione però che nel caso di PMI la percentuale delle emissioni di tipo *admortizing* si innalza fino al 46,3%, al contrario delle grandi imprese che si fermano al 35,7%)²⁴.

Modalità di rimborso	Bullet	Admortizing
Tutto il campione (campione di 179 emissioni di minibond)	58,8%	41,2%
PMI	53,7%	46,3%
Grandi Imprese	64,3%	35,7%
Società Quotate in Borsa	83,3%	16,7%
Società Non Quotate in Borsa	55,9%	44,1%
Emissioni uguali o sotto € 50 milioni	52,3%	47,7%
Emissioni sopra € 50 milioni	96,2%	3,8%
Società Non Finanziarie	53,3%	46,7%
Società Finanziarie	86,2%	13,8%
Minibond con scadenza < 5 anni	70,3%	29,7%
Minibond con scadenza uguale o > 5 anni	39,7%	60,3%

Fonte: 2° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano, 2016.

La diversa scelta nella pratica di rimborso del capitale può ricondursi alle differenti necessità per le quali le PMI decidono di ricorrere al mercato dei capitali. Nel caso in cui un'impresa decida di finanziare il proprio sviluppo e la propria crescita dimensionale attraverso i minibond, questa, sarà più propensa a ricorrere ad una pratica di ammortamento progressivo del debito in essere utilizzando i *cash flows* generati dall'investimento; viceversa con il ricorso alla tipologia *bullet* la finalità consiste nell'ottenere uno spostamento, dilazionandolo nel tempo, dal canale bancario a quello del mercato dei capitali²⁵. Agli aspetti positivi sopra elencati si deve aggiungere l'incentivo fornito dalla leva fiscale, per stimolare il ricorso ai minibond e aiutarne la diffusione. Tali vantaggi riguardano la possibilità di deduzione dal reddito di impresa degli interessi passivi riconosciuti sui prestiti ottenuti dalle PMI (come già in precedenza detto si applica l'art 96 del TUIR, determinando così un equiparazione ai fini fiscali degli interessi passivi pagati sui prestiti bancari e quelli pagati sui titoli di debito). Gli aspetti tecnici riguardanti la deduzione degli interessi passivi e dei costi di emissione dei minibond sono stati già trattati in maniera esaustiva nei precedenti paragrafi, risulta però utile richiamarli in questa sede come uno degli elementi vantaggiosi per le imprese emittenti. I benefici fiscali, comunque, non si esauriscono solo a favore delle imprese emittenti, ma sono stati estesi anche agli investitori acquirenti dei minibond - nello specifico l'esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi e altri proventi anche per società non quotate - così come previsto dal decreto competitività analizzato nel dettaglio in precedenza. È inevitabile ora procedere all'analisi degli

²⁴ "Osservatorio Minibond, 2° Report Italiano sui Minibond" Op. Cit.

²⁵ "Laboratorio di analisi monetaria, Osservatorio Monetario", Op. Cit.

aspetti svantaggiosi e delle criticità che i minibond presentano: si deve subito focalizzare l'attenzione sul maggior lasso temporale che le imprese impiegano a finanziarsi mediante tali strumenti, rispetto al caso in cui facciano ricorso al classico canale bancario (è inevitabile un allungamento dei tempi nel momento in cui si decide di raccogliere le risorse necessarie facendo ricorso al mercato dei capitali). Un ulteriore aspetto di non poco conto da tenere in considerazione riguarda la maggiore trasparenza richiesta all'impresa, sia per ciò che riguarda la formazione del bilancio di esercizio, sia per quel che riguarda i progetti e gli investimenti futuri che la PMI intende porre in atto, sia infine per quanto riguarda il suo sistema di *corporate governance*. Oltre a tale maggiore trasparenza richiesta dal mercato, si devono tenere in considerazione i costi impliciti nell'emissione di tali titoli, sia quelli riguardanti lo studio di fattibilità dell'operazione sia quelli per la sua effettiva realizzazione. Tali costi di emissione devono essere tenuti in maggior considerazione soprattutto adesso, in un contesto in cui sembra che il credito delle banche verso le PMI sia ripartito, o comunque che vi sia stata perlomeno un'inversione di tendenza. Tali costi variano ovviamente da caso a caso, in relazione sia alla tipologia di impresa che decide di emettere minibond, sia in relazione all'ammontare emesso. Nel caso in cui si propenda per la dematerializzazione dei titoli è necessario richiedere il codice ISIN alla Banca d'Italia e si deve poi procedere all'accantonamento di tali titoli presso un ente autorizzato (tale operazione in Italia costa un *una tantum* di € 2.000 e un successivo costo annuale di € 1.500). In aggiunta la certificazione del bilancio d'impresa da parte di una società di revisione contabile può oscillare tra gli € 5.000 e gli € 15.000, costi che ovviamente variano a seconda delle PMI prese in considerazione e in funzione del loro fatturato annuo. A queste spese si devono sommare quelle riguardanti il compenso spettante all'*advisor* e all'*arranger* che si occupano dell'emissione e del collocamento dei minibond presso gli investitori, unitamente alle spese sostenute per l'assistenza di uno studio legale per la stesura e la validità dei documenti necessari alla pratica. In ultima battuta deve essere considerato pure il costo, non di certo trascurabile, che l'emittente sostiene per l'ottenimento di un *rating* sui minibond (l'importo può variare in un intervallo compreso tra gli € 15.000 e gli € 20.000). Sono presenti, infine, anche costi da sostenere per la quotazione dei minibond nel mercato regolamentato di Borsa Italiana dell'ExtraMot Pro, anche se per le PMI tali *listing fees* sono particolarmente ridotti: per quanto riguarda il costo di ammissione per ogni singolo strumento è di € 2.500, nel caso in cui vi sia *dual listing* il costo si abbassa sensibilmente fino a €500. Tutti i costi appena elencati rientrano in quelli sostenuti per l'emissione dei titoli, e quindi, secondo la normativa vigente riportata nel capitolo in questione, sono deducibili ai fini fiscali; nonostante ciò, il combinato disposto da alti costi di emissione e elevato lasso temporale prima di ottenere le risorse finanziarie necessarie dal mercato dei capitali, costituisce un elemento di forte criticità per minibond.

3.4 Conclusioni

Nel capitolo appena concluso, si è avuto modo di analizzare la disciplina riguardante l'emissione dei minibond da parte delle PMI, quotate e non, e la continua e veloce evoluzione del contesto normativo che regola tali strumenti finanziari, tutto questo spinto dalla necessità di offrire delle vie di finanziamento alternative rispetto ai canali tradizionali. La leva fiscale è stata, e lo è tutt'ora, lo strumento più semplice e più efficace con cui promuovere tali strumenti finanziari, nella volontà di poterli rendere sempre più appetibili sia dal lato degli investitori, sia dal lato delle imprese emittenti. Uno dei maggiori svantaggi, oltre a quelli che sono già stati presi in considerazione e analizzati nel capitolo che si sta concludendo, dato dalla bassa liquidità dei titoli emessi dalle imprese, dal momento che il mercato, pur avendo avuto uno sviluppo considerevole negli ultimi mesi, si trova ancora in una fase embrionale, e questo è un aspetto che viene tenuto in gran considerazione dagli investitori istituzionali che acquistano i titoli. Per sopperire a tale inconveniente la società di Borsa Italiana ha deciso di istituire nel febbraio del 2013 un segmento di mercato appositamente dedicato ai minibond e agli strumenti finanziari a questi assimilabili: l'ExtraMOT PRO. L'analisi approfondita di tale segmento di mercato e della sua rapida espansione del corso degli ultimi anni sarà approfondita nel capitolo successivo, così come verranno messi in luce i risultati ottenuti dai minibond, il numero delle loro emissioni, il loro controvalore e la presenza o meno di opzioni connesse a tali strumenti.

4. I primi risultati dello strumento in Italia

4.1 Introduzione

Per tenere conto dell'evoluzione temporale dello strumento finanziario dei minibond e per delinearne un suo sviluppo organico nel corso del tempo, risulta inevitabile fissare come punto di partenza il decreto Sviluppo del 2012. Le due crisi che si sono susseguite senza soluzione di continuità negli ultimi anni, hanno portato ad un taglio netto rispetto al passato: tale recisione investe anche le modalità di finanziamento rispetto a quelle tradizionali. La fase iniziale non ha visto l'affermazione di questi nuovi strumenti, ma con il passare del tempo e con l'aumentare dei vantaggi fiscali concessi dal legislatore, tali strumenti hanno iniziato a prendere piede come via alternativa di finanziamento. Unitamente alle riforme che hanno accelerato il ricorso ai minibond, il capitolo che segue si occupa di analizzare la nascita e il funzionamento del mercato secondario per le obbligazioni emesse da società non quotate: l'ExtraMOT Pro.

4.2 Il mercato di collocamento – ExtraMOT PRO

Il mercato in cui vengono collocati i minibond è denominato ExtraMOT PRO, e rientra nella più ampia macrocategoria dei MTFs (acronimo che sta per *Multilateral Trading Facilities*). Gli MTFs sono definiti come “*circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita, mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali. Le MTFs trattano titoli già quotati presso altri mercati*”²⁶. Pertanto l'ExtraMOT PRO è organizzato come un MTF destinato a raccogliere le emissioni e le successive negoziazioni di strumenti di debito indirizzati ad investitori professionali. Tale segmento di mercato è stato istituito dalla borsa italiana nel febbraio del 2013, in modo tale da permettere alle aziende che emettono minibond (nella forma di obbligazioni o di cambiali finanziarie) di poter sfruttare le opportunità create dalle innovazioni del quadro normativo; esso è interamente dedicato agli investitori professionali, con l'obiettivo di creare pure in Italia un mercato dei capitali efficiente e simile a quello che era già allora presente in molti altri paesi europei (a tal proposito si faccia riferimento al paragrafo precedente denominato *Diffusione degli strumenti nel mercato mondiale*). Ciò che si è voluto creare con l'apertura del segmento ExtraMOT PRO è un mercato obbligazionario su scala nazionale, dedicato interamente alle PMI, nel quale queste ultime potessero quotare i propri minibond e gli altri strumenti finanziari a questi assimilabili²⁷. I costi che le PMI devono sostenere per richiedere la quotazione dei propri minibond sono stati già oggetto di analisi nel paragrafo “*vantaggi e limiti dei minibond*” del precedente capitolo, giova ricordare però che sono relativamente contenuti e *una tantum*. Il processo che invece porta alla quotazione di tali strumenti è snello e rapido, dal momento che non è prevista l'istruttoria della CONSOB: i requisiti di ammissione all'ExtraMOT PRO sono quindi meno stringenti rispetto al mercato regolamentato MOT (tale maggiore flessibilità dell'ExtraMOT PRO rispetto al MOT è dovuta al fatto che nel primo possono operare solo ed esclusivamente investitori professionali, mentre il secondo è aperto anche agli investitori *retail*; la maggiore regolamentazione è pertanto posta a tutela di questi ultimi investitori). Il documento di ammissione alle quotazioni è estremamente semplificato rispetto a

²⁶ www.borsaitaliana.it

²⁷ “*Laboratorio di analisi monetaria, Osservatorio Monetario*”, Op. Cit.

quello richiesto per la quotazione sul MOT, garantendo così un maggiore e più rapido accesso al mercato alle PMI. nell'ExtraMOT PRO, come suddetto, possono operare solo ed esclusivamente gli investitori professionali: sono considerati rientrare in questa categoria, tutti quegli investitori che sono elencati nella allegato II° denominato “*clienti professionali ai fini della presenti direttiva*”, ai punti I° e II° della direttiva *Mifid* del 2004/39/CE²⁸. La società che delibera di quotare lo strumento finanziario dei minibond, deve rispettare determinati requisiti per garantire che tali strumenti di debito possano venire ammessi alle quotazioni nell'ExtraMOT PRO. In prima istanza viene richiesto alla società che si accinge alla quotazione la redazione di un Prospetto, o alternativamente un Documento di Ammissione (ad oggi il prospetto è stato il documento di gran lunga preferito dalle società che si accingono a quotare uno strumento di debito superiore ad € 200 milioni). Il Documento di Ammissione viene invece caldamente consigliato per quelle imprese che vogliono effettuare delle quotazioni con controvalore inferiore a tale soglia precedentemente indicata. Il regolamento del mercato ExtraMOT PRO, prevede che tale Documento di Ammissione contenga delle informazioni fondamentali per quanto riguarda i seguenti aspetti:

- I. Persone che ricoprono i ruoli di responsabilità nella società emittente
- II. Fattori di rischio dell'emittente
- III. Informazioni sull'emittente
- IV. Struttura organizzativa emittente
- V. Compagine azionaria
- VI. Informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazioni finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio
- VII. Le caratteristiche degli strumenti finanziari
- VIII. Ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione

Nel caso particolare in cui la società risulti già essere quotata in un mercato azionario i primi sei punti dell'elenco precedentemente riportato possono essere omessi. Particolare attenzione è dedicata al secondo punto dell'elenco “*fattori di rischio dell'emittente*”: tali fattori devono essere esplicitati nel momento in cui l'impresa si accinge a redigere il Documento di Ammissione. Rientrano nella categoria dei fattori di rischio quelli che riguardano il mercato in cui l'impresa o la società opera, i rischi connessi ad eventuali contenziosi legali, quelli legati all'appartenenza dell'impresa ad un gruppo di imprese, i rischi connessi all'attuale congiuntura economica e i rischi di illiquidità delle obbligazioni. Molti di questi rischi, specifici di ogni singola PMI, dipendono in gran parte sia dal settore in cui l'impresa opera, sia dalla tipologia dei titoli che vengono emessi e collocati sul mercato. L'impresa inoltre deve fornire accurate informazioni riguardanti le modalità di utilizzo dei fondi raccolti mediante l'emissione di tali strumenti che saranno poi quotati. La società emittente è obbligata, come già visto nei capitoli precedenti, alla pubblicazione dei propri bilanci di esercizio, compresi quelli consolidati qualora disponibili; i bilanci da pubblicare devono riguardare gli ultimi due esercizi contabili, e l'ultimo deve essere soggetto a revisione contabile, secondo quanto stabilito dal D.L 39/2010. Prima di procedere alla quotazione in borsa dei titoli di debito, è necessario richiedere l'assegnazione del c.d *International Securities Identification Number*, indicato con l'acronimo ISIN, alla Banca d'Italia; per l'attribuzione di tale codice è prevista una nuova modalità. In primo luogo l'emittente deve procedere a compilare la richiesta di

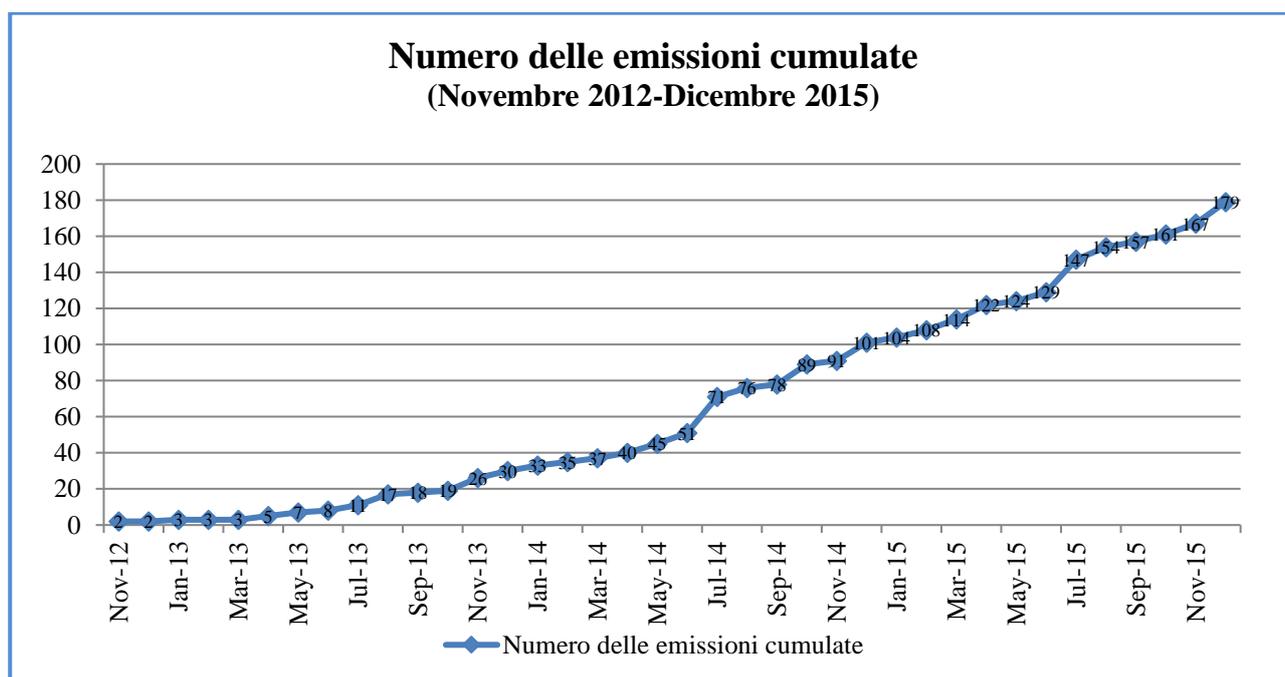
²⁸ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio

adesione al servizio di codifica degli strumenti finanziari, il quale è disponibile online sul sito della Banca d'Italia, e tale modulo validato e sottoscritto mediante firma digitale deve essere inviato all'indirizzo PEC dell'istituto di via Nazionale. Una volta ottenuto l'accesso, l'emittente può richiedere l'attribuzione del codice ISIN, seguendo le procedure indicate. Suddetto codice è universale, permette agli investitori di identificare un determinato titolo una volta che sia stato ammesso alle contrattazioni e quindi quotato nell'ExtraMOT PRO. La società emittente gli strumenti di debito deve effettuare la domanda di ammissione utilizzando il modulo predisposto da Borsa Italiana SpA: tale richiesta di ammissione alle quotazioni deve essere poi sottoscritta dal legale rappresentante dell'impresa in questione. Unitamente alla domanda di ammissione, deve giungere a Borsa Italiana SpA, un documento in cui vengono riepilogate le caratteristiche salienti dei titoli che vengono emessi e che verranno poi in seguito quotati: questo deve essere inoltre presentato in allegato al Documento di Ammissione o al Prospetto. Ultimo requisito è costituito dalla possibilità che i titoli possano essere liquidati su Monte Titoli o su Euroclear/Clearstream. Nello specifico il Monte Titoli SpA è una società del Gruppo Borsa Italiana, essa svolge il ruolo di depositario nazionale per gli strumenti finanziari unitamente alla gestione del servizio di liquidazione degli stessi; l'Euroclear, invece, gestisce *clearing* e *settlement* per il mercato internazionale e per il mercato anglo-irlandese, francese e olandese²⁹. Qualora tutte le richieste e i presupposti appena elencati siano stati correttamente adempiuti e rispettati, si procede alla quotazione e i titoli ottengono l'ammissione alla negoziazione nell'ExtraMot PRO, con decorrenza a partire dal primo giorno lavorativo successivo alla data in cui viene pubblicato l'avviso.

²⁹ Definizioni in www.borsaitaliana.it

4.3 L'evoluzione del numero dei titoli negoziati

L'analisi del numero e del controvalore dei titoli quotati nell'ExtraMOT PRO, deve inevitabilmente partire dalla data di costituzione di tale mercato dedicato ai minibond: il mese di febbraio del 2013. Sono passati poco più di tre anni dal momento in cui tale segmento di mercato, dedicato ai minibond e agli strumenti a questi assimilabili, è venuto alla luce e quindi ora è possibile anche realizzare delle analisi e delle costatazioni più approfondite e complete. Al 31 dicembre del 2014 le emissioni di minibond risultavano essere in numero di 96 (ripartite rispettivamente tra gli anni 2012-2013)³⁰; durante il 2015 le emissioni invece sono aumentate fino a raggiungere il numero di 78, confermando il positivo trend di crescita del mercato e dell'appeal dei minibond sia presso le imprese emittenti, sia presso gli investitori istituzionali³¹.



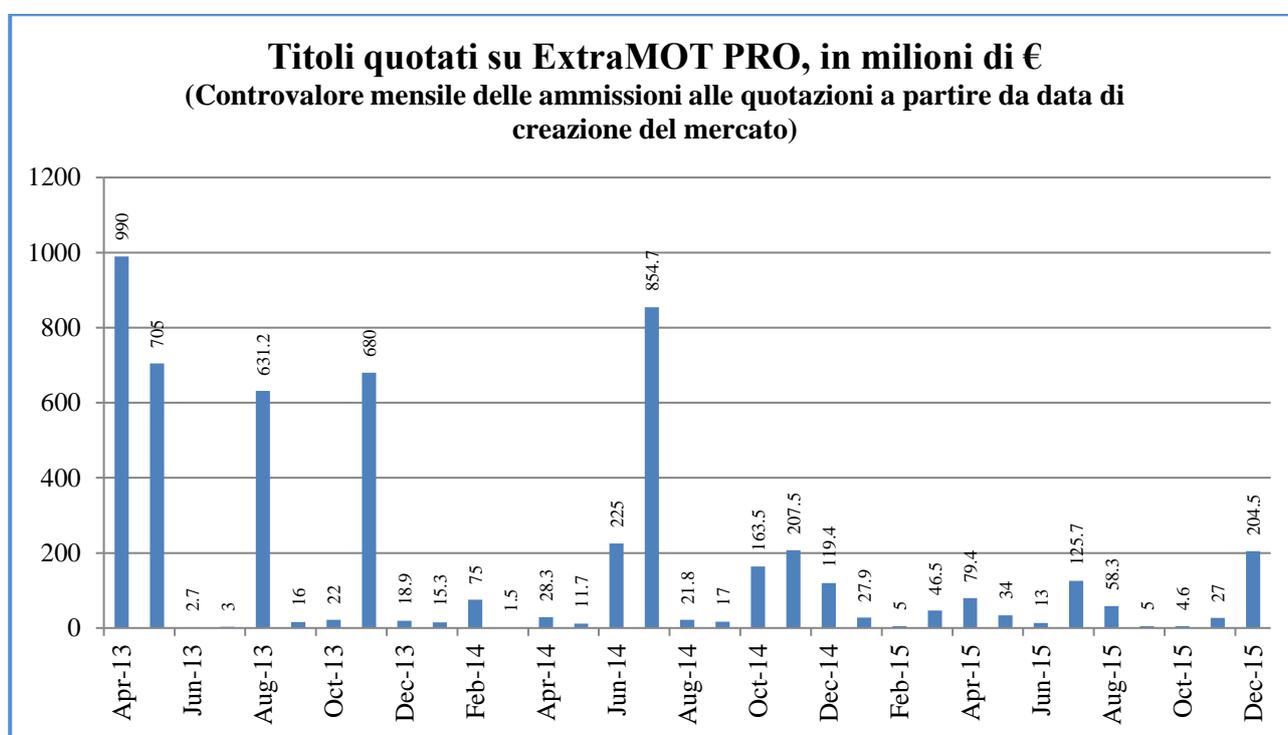
Fonte: 2° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano, 2016.

Analizzando il grafico appena introdotto si può agevolmente notare la quasi perfetta linearità del trend di crescita delle emissioni di minibond a partire da fine 2012; prendendo in considerazione la prima metà del grafico (nello specifico fino a giugno del 2014) è facile notare la costante seppur lenta crescita delle emissioni (si assiste infatti a circa un paio di emissioni per ogni mese). Tale condizione perdura in maniera costante fino al giugno del 2014, in concomitanza con l'entrata in vigore del c.d. *Decreto Competitività* (si nota il forte incremento di emissioni tra giugno e luglio dell'anno in questione, si passa infatti da 51 a 71 nell'arco di un solo mese). L'emanazione di tale decreto da parte del legislatore ha impresso una momentanea e ben visibile accelerazione alle emissioni di minibond, segno evidente che tale innovazione normativa ha inciso profondamente e efficacemente nella vita decisionale delle PMI, soprattutto per quel che riguarda la possibilità di far ricorso a canali alternativi di finanziamento. Senza alcun dubbio, il repentino incremento delle emissioni tra giugno e luglio 2014, è dovuto alla situazione favorevole creatasi sia dal punto di vista

³⁰ "Osservatorio mini-bond, 1° report italiano sui mini-bond", Op. Cit.

³¹ "Osservatorio mini-bond, 2° report italiano sui mini-bond", Op. Cit.

fiscale, sia dal punto di vista della semplificazione degli adempimenti richiesti alle PMI che decidano per la prima volta di affacciarsi al mercato dei capitali. Diretta ed immediata conseguenza dell'incremento delle emissioni dei minibond è l'incremento del controvalore in milioni di euro costituito da tali strumenti finanziari. Se si analizza con attenzione il grafico che segue, riguardante i soli titoli quotati nell'ExtraMOT PRO, e sovrapponendolo con il precedente, si nota ancora meglio l'effetto avuto dal c.d. *Decreto Competitività* sul mercato dei minibond (nei mesi di giugno/luglio 2014 sono state effettuate quotazioni per un controvalore pari a € 1079,7 milioni – più del 60% delle emissioni dell'anno si sono concentrate in questi due mesi). Il valore totale nominale cumulato di tutte le emissioni di minibond effettuate al 31 dicembre del 2015 è pari a € 7,191 miliardi, cifra considerevole se si tiene conto del fatto che il mercato dedicato appositamente a questi strumenti è nato solo da poco più di tre anni. Procedendo alla scomposizione dei flussi che hanno portato a tale cifra si nota che nel 2014 il controvalore dei minibond, e degli strumenti a questi assimilabili, ha raggiunto la soglia di € 1,770 miliardi, mentre invece l'anno successivo, il 2015, la raccolta si è fermata a €1,443 miliardi, risultato cospicuo, ma in diminuzione rispetto al precedente³².



Dati forniti da Borsa Italiana.

I dati analizzati fino a questo momento hanno preso in considerazione le emissioni dei minibond nella loro totalità, non provvedendo ad effettuare una distinzione tra minibond emessi da PMI o da grandi imprese, tra emittenti già quotate e non, tra emittenti appartenenti al settore finanziario o meno. Scendendo nel dettaglio si evince che, in un campione di 179 emissioni prese in considerazione, la stragrande maggioranza di queste è stata effettuata da imprese che non appartengono alla categoria delle PMI come già in precedenza definite; per quello che riguarda

³² "Osservatorio mini-bond, 2° report italiano sui mini-bond", Op. Cit.

invece la quotazione in borsa prevalgono le imprese già quotate che decidono di ricorrere ai minibond³³.

Valori in milioni di euro	Si	No
Emittente classificata come PMI	6,678	78,038
Emittente già quotata in borsa	58,845	38,077
Emittente appartenente al settore finanziario	10,984	45,807

Analizzando più nel dettaglio i dati riguardanti le emissioni dei minibond, e in particolar modo le tipologie delle imprese emittenti, si nota facilmente che la maggioranza dei soggetti che procedono ad un'emissione di tali strumenti finanziari non sono quotati. I minibond che quotati nel mercato ExtraMOT PRO sono, nella maggioranza dei casi presi in considerazione, delle obbligazioni, mentre solo in piccola parte sono costituiti da cambiali finanziarie³⁴. La particolarità di queste ultime riguarda il fatto che rientrano in una più ampia tipologia di programmi definiti *rolling*: a scadenza di una cambiale finanziaria ne viene emessa subito un'altra (elemento peculiare delle modalità di finanziamento nel breve termine). Tale strategia di *rolling*, adottata dalla società ETT SpA, è ben rappresentata dai dati riguardanti le cambiali finanziarie contenuti nella tabella che segue (da notare che in questo caso l'impresa emittente è stata coadiuvata dalla presenza di uno sponsor che l'ha assistita nell'emissione e nel collocamento di tali cambiali finanziarie).

Emittente	Data Emissione (Scadenza)	Valore Nominale	Cedola Annuale	Sponsor
ETT SpA	Dicembre 2013 (9 mesi)	€ 500.000	6.0%	UnicaSIM
ETT SpA	Maggio 2014 (7 mesi)	€ 500.000	5.85%	UnicaSIM
ETT SpA	Agosto 2014 (7,5 mesi)	€ 350.000	5.7%	UnicaSIM
ETT SpA	Dicembre 2014 (8 mesi)	€ 650.000	5.5%	UnicaSIM
ETT SpA	Aprile 2015 (7,5 mesi)	€ 1.200.000	5.0%	UnicaSIM
ETT SpA	Settembre 2015 (2,5 mesi)	€ 100.000	4.5%	UnicaSIM

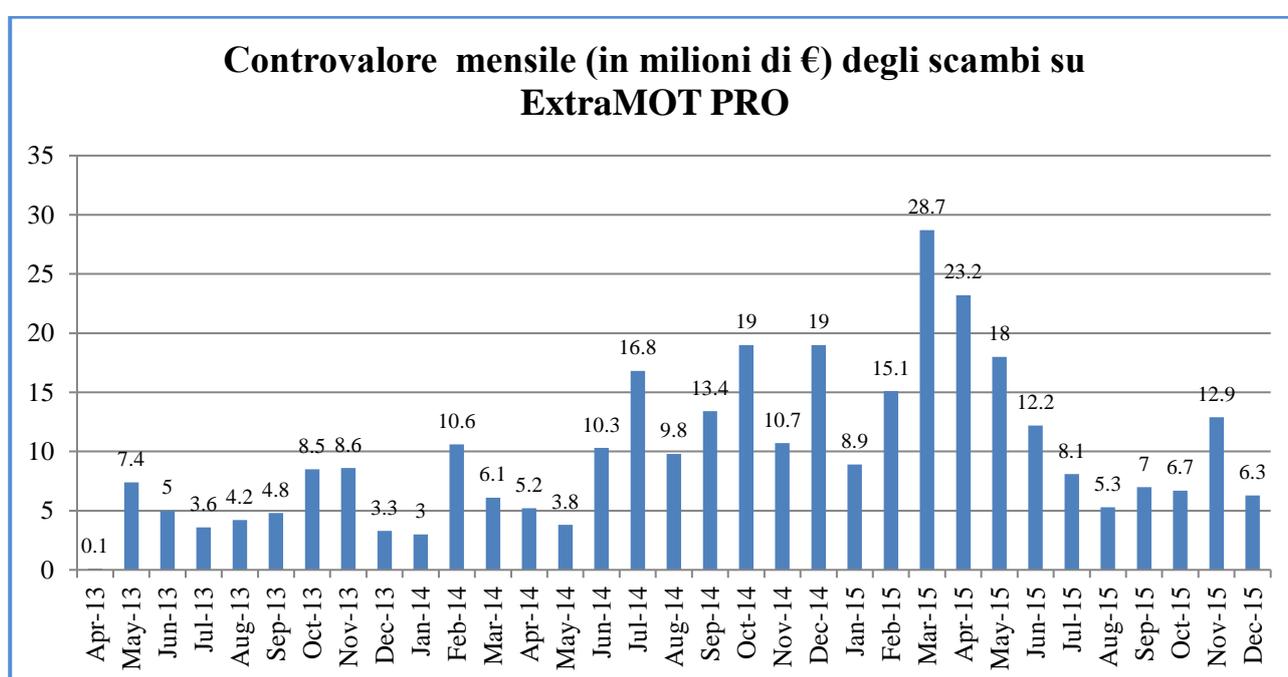
Fonte: www.borsaitaliana.it

La figura della cambiale finanziaria rappresenta, come già detto, una parte minoritaria della molteplicità dei titoli che sono quotati e scambiati sul mercato regolamentato ExtraMOT PRO. La finalità per la quale tali cambiali finanziari sono state emesse sul mercato, sono contenute nel documento di ammissione presentato dalla ETT SpA a Borsa Italiana SpA “*le risorse finanziarie,*

³³ “Osservatorio mini-bond, 2° report italiano sui mini-bond”, Op. Cit.

³⁴ In un campione, preso in considerazione dall'Osservatorio mini-bond del Politecnico di Milano, di 179 emissioni solo 19 risultano essere cambiali finanziarie, quindi poco più del 10,6% delle emissioni quotate prese in considerazione.

ottenute dall'Emittente attraverso l'emissione e la sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto del presente Documento di Ammissione, non saranno utilizzate per effettuare investimenti che aumentino o migliorino la capacità produttiva dell'azienda. L'utilizzo dei fondi, invece, è destinato a sostenere il fabbisogno finanziario commerciale netto che, al momento, non trova adeguata copertura nell'indebitamento bancario a breve, a causa dell'allungamento delle dilazioni medie di pagamento della clientela dell'Emittente"³⁵. Si evince chiaramente, come già precedentemente detto, che lo strumento delle cambiali finanziarie, date le sue peculiari caratteristiche, viene utilizzato in misura preponderante per finanziare l'impresa nel breve e brevissimo termine, soprattutto per quanto concerne il fabbisogno di capitale circolante della stessa. Nel caso preso in considerazione la società ETT SpA, è dovuta ricorrere all'assistenza di uno sponsor (nello specifico la società UnicaSim SpA) nel momento di emissione delle cambiali finanziarie, in quanto non rispettava i requisiti, riportati nei capitoli precedenti, previsti dalla legge per poterne farne a meno.

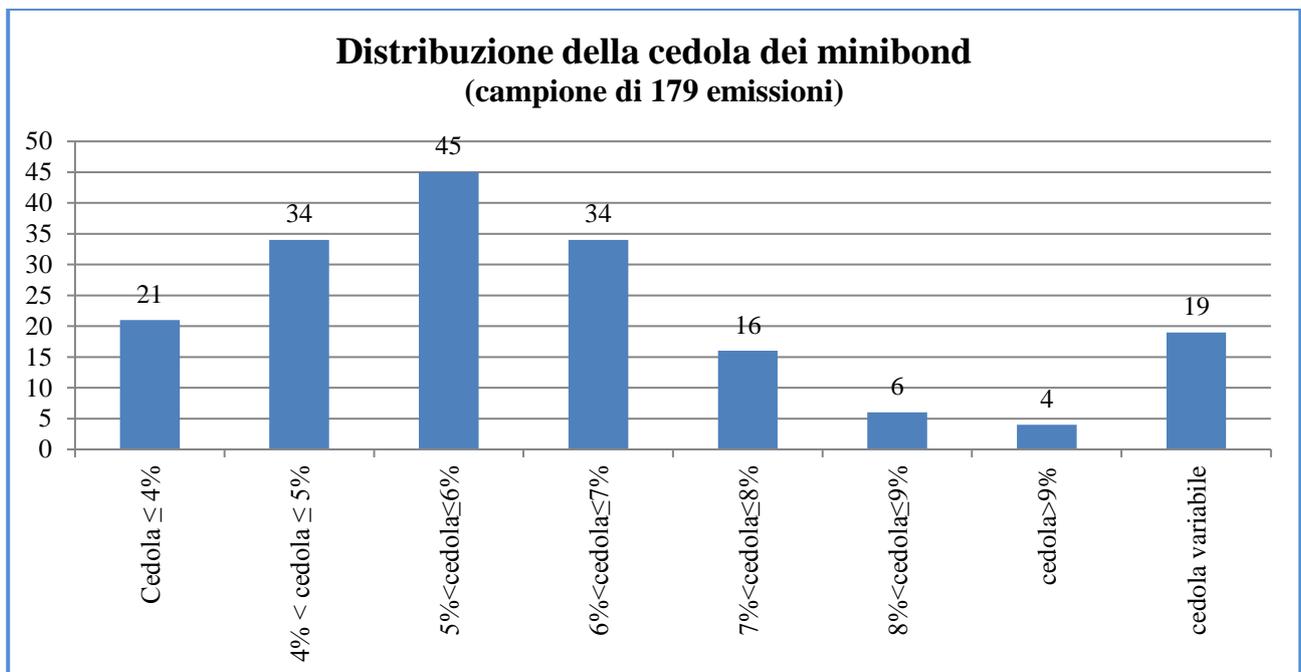


4.4 Un confronto tra la performance dei minibond e le altre obbligazioni quotate. Analisi dei rendimenti, rischi e volume degli scambi.

I minibond sono anche conosciuti con il loro nome alternativo di *High Yields Bonds*: tale denominazione deriva dal semplice fatto che a questi strumenti obbligazionari sono associati elevati livelli di rendimento ai quali si accompagnano, secondo le più basilari regole di finanza, elevati livelli di rischio. Per sua stessa natura un minibond sarà caratterizzato da un più alto livello di rischio rispetto ad un qualsivoglia *corporate bond* tradizionale, e questo è uno dei primi fattori che vengono presi in considerazione dagli investitori nel momento in cui viene richiesto un determinato rendimento piuttosto che un altro. L'analisi dei rendimenti dei minibond non può prescindere dal contesto economico in cui le PMI operano: il 2015 e a maggior ragione il 2016 saranno ricordati come gli anni caratterizzati da tassi bassi, se non addirittura negativi. La ripetuta azione della Banca Centrale Europea, guidata da Mario Draghi, con il primo *Quantitative Easing* del 2015, e successivamente con la sua versione 2.0 del 2016, ha spinto i tassi di interesse dei titoli sovrani

³⁵ Fonte: Documento di Ammissione in www.borsaitaliana.it

dell'Europa *core* ben al di sotto dello zero, garantendo così ai creditori un rendimento negativo anche su lunghe scadenze³⁶. Nello specifico il rendimento del decennale italiano, il BTP, oscilla costantemente tra l'1,50-1,70%, tasso questo molto basso se confrontato con l'andamento storico dei rendimenti corrisposti dallo stato italiano ai suoi creditori. In questo contesto di rendimenti dei titoli di stato (attività considerate *risk free*) prossimi allo zero, se non addirittura in molti casi negativi, anche i rendimenti dei minibond stanno progressivamente scivolando verso il basso, ma nonostante questa lenta e continua discesa risultano essere ad oggi uno degli strumenti più appetibili in circolazione nei mercati. Nel primo trimestre del 2016 sono state effettuate 16 emissioni di minibond per un controvalore complessivo di € 355 milioni (di cui nello specifico una emissione di ammontare pari a € 215 milioni e altre quindici emissioni di controvalore pari a € 140 milioni). Delle emissioni in questione la cedola media corrisposta agli investitori è stata pari al 4,47%, in forte calo (precisamente di 108 *basis point*) rispetto alla cedola media di tutte le emissioni di minibond effettuate al 31-12-2015, la quale risultava essere del 5,55%³⁷. I dati elaborati su un campione di 179 emissioni confermano quanto appena detto: il valore medio complessivo (dei titoli con cedola fissa) è pari al 5,65%, valore che si scosta di poco rispetto ai dati precedentemente citati³⁸.



Fonte: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano.

La diminuzione della componente cedolare si può constatare mediante il raffronto tra l'anno 2014 e l'anno 2015, la riduzione è stata di 76 *basis point* passando da una media del 5,83% a una cedola media del 5,07%³⁹. Tale diminuzione dei tassi cedolari è in linea con il forte ribasso sperimentato dai tassi di interesse che tuttora caratterizzano l'economia europea e italiana nel loro complesso. L'ammontare della cedola ovviamente è frutto di una pluralità di variabili, come vale d'altronde per

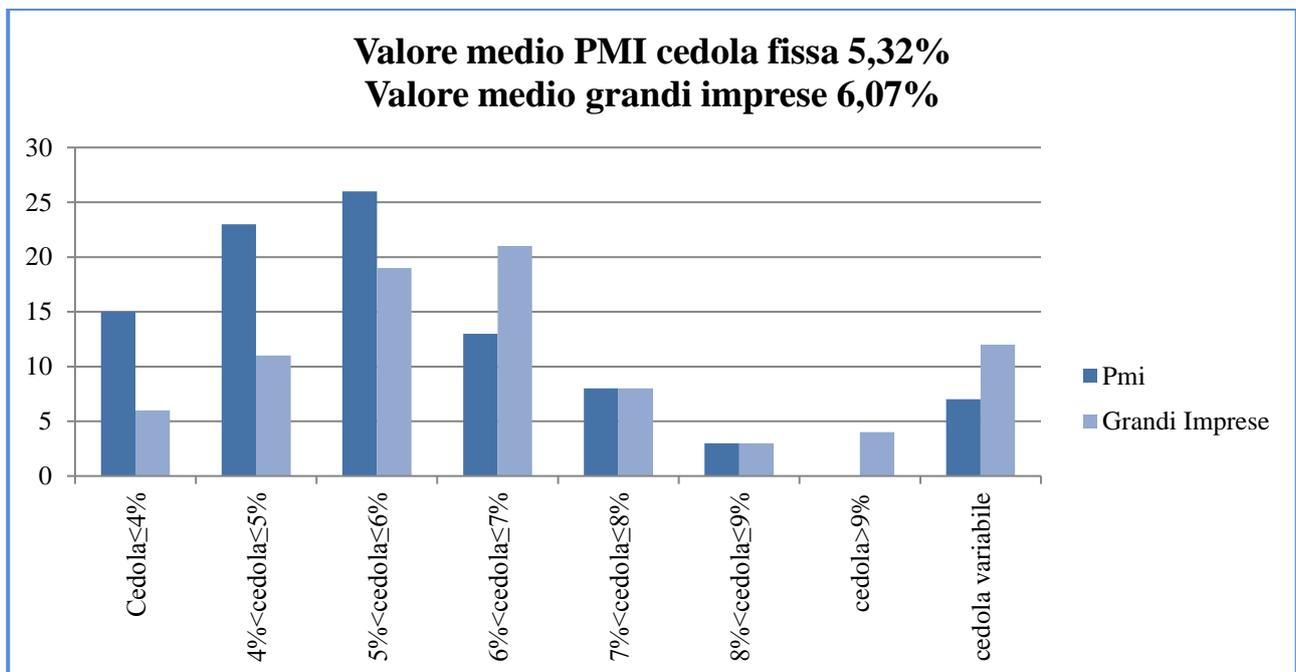
³⁶ I Bund (titoli decennali del debito tedesco) si sono progressivamente avvicinati ad un rendimento prossimo allo zero, questa situazione fa intuire quanto i tassi, su titoli classificabili *risk free* siano bassi, se non addirittura negativi.

³⁷ Fonte www.minibonditaly.it

³⁸ "Osservatorio mini-bond, 2° report italiano sui mini-bond", Op. Cit.

³⁹ "Osservatorio mini-bond, 2° report italiano sui mini-bond", Op. Cit.

ogni altro titolo obbligazionario classico in circolazione. *Ceteris paribus*, per dirla alla Marshall, più lontana risulterà essere la scadenza del titolo maggiore risulterà essere di conseguenza l'ammontare della cedola che verrà corrisposta. Oltre a ciò l'importo della cedola risulta essere influenzato in maniera sistematica dal possibile rischio di insolvenza che caratterizza l'emittente dei minibond: come in tutti gli strumenti scambiati nel mercato obbligazionario, anche per i minibond vale la regola della diretta proporzionalità tra il rischio e il rendimento (maggiore è il rischio percepito dagli investitori istituzionali maggiore sarà il premio richiesto). Un ulteriore fattore che influisce sul rendimento cedolare dei minibond è il c.d *Premio di Illiquidità*: tale elemento si riferisce alla poca liquidità che caratterizza il mercato dei minibond nel suo complesso: più piccolo è il controvalore dell'emissione maggiore sarà di conseguenza il premio di illiquidità. L'indebitamento tramite minibond non ha lo stesso costo per tutti gli emittenti tali titoli, i costi variano sensibilmente tra grandi imprese e PMI. In aggiunta a tale discrepanza fra le cedole corrisposte dagli emittenti, si deve prendere in considerazione anche la durata dei titoli che vengono emessi e collocati sul mercato. Le PMI sono solite prediligere titoli a scadenza più breve rispetto ai bond emessi dalle grandi imprese, e in conseguenza di quanto sopra esposto una scadenza più lunga determina la richiesta di una componente cedolare più elevata.



Il rendimento dei minibond, come per i *bond* classici, non è determinato solo dalla componente cedolare: il prezzo di emissione, qualora non sia alla pari, costituisce una componente del rendimento che non può essere trascurata nell'analisi di uno strumento finanziario. Le PMI sono solite emettere minibond alla pari, con valore 100 (non influenzando così in alcun modo il rendimento del titolo in questione): vi sono però alcuni casi in cui le imprese hanno deciso di emetterne alcuni al di sotto della pari come nel caso del minibond emesso dalla società Wiit. In questo caso si tratta di un minibond emesso al di sotto della pari, ammontare di € 2 milioni, scadenza quinquennale e, dopo un iniziale pre-ammortamento, con rimborso su base trimestrale (di tale titolo non è prevista la quotazione nel mercato ExtraMot PRO)⁴⁰. Il minibond emesso da Wiit è stato interamente sottoscritto dalla società di gestione del risparmio Hedge Invest Sgr.: questa

⁴⁰ www.milanofinanza.it

particolarità permette di riaffermare una sostanziale illiquidità del mercato dei minibond, dal momento che gli investitori istituzionali adottano una strategia di *buy and hold*, quindi l'investimento effettuato viene detenuto sino a scadenza naturale dello strumento. Per quello che riguarda la scadenza dei minibond è lecito attendersi una scadenza poliennale di tali strumenti finanziari, visto e considerato che la motivazione principale che spinge le PMI a emettere minibond è l'investimento e la crescita dell'impresa. La maggior parte degli strumenti finanziari ha di conseguenza una scadenza che viene ricompresa tra i 4 e 5 anni; i titoli che invece hanno una scadenza inferiore ad un anno rientrano nella più ampia categoria delle cambiali finanziarie e sono utilizzate per il finanziamento del capitale circolante. Esistono delle distinzioni fra le PMI e le grandi imprese che decidono di usufruire dei minibond: la differenza è determinata dalla scadenza degli strumenti ai quali viene affidato il loro finanziamento. Per quello che riguarda le emissioni delle PMI le scadenze sono di solito più brevi, mentre invece le grandi imprese collocano minibond con scadenze in un arco temporale più lungo. La scadenza del titolo non coincide con la data di rimborso del capitale investito nel titolo dagli investitori. I titoli sovrani prevedono, a differenza di molti minibond, il rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza: si parla in tal caso di rimborso di tipo *bullet* (unica soluzione a scadenza). Delle varie modalità di rimborso dei minibond si è già parlato in maniera esaustiva nei precedenti paragrafi. È sufficiente ripetere che una pratica di rimborso del capitale con modalità *bullet* determina, a parità di ogni altra condizione, una *duration* più elevata rispetto a titoli strutturati con una pratica di rimborso del capitale di tipo *amortizing*. Una *duration* più elevata si traduce inevitabilmente in un aumento del rischio per gli investitori che decidono di acquistare tali titoli e di debito emessi dalle imprese. Un'ulteriore informazione sul rischio che giunge in aiuto degli investitori che decidono di acquisire i minibond è fornita dal *rating*: quest'ultimo ha la capacità di condensare in una sigla, o in una sequenza alfanumerica gran parte delle informazioni riguardanti il merito creditizio e la capacità dell'emittente di poter far fronte agli impegni finanziari presi. L'emissione del rating non è obbligatoria, ogni società emittente minibond può quindi decidere liberamente se esser giudicata da una agenzia di rating o meno. Ogni società di rating ha una scala con cui valutare il maggiore o minore merito creditizio degli emittenti, garantendo così una maggiore completezza per gli investitori professionali. Tale giudizio di rating può essere reso pubblico, in tal caso si parla di rating *disclosed*, oppure può essere un rating mantenuto riservato il c.d. *undisclosed*. Può inoltre essere chiesto sia dall'impresa emittente il minibond, e in tal caso sarà sicuramente un rating di pubblico dominio, oppure può essere chiesto dall'investitore professionale, il quale è interessato a capire il rischio al quale si espone investendo in titoli di debito dell'impresa e se questa sarà in grado di onorare puntualmente i propri impegni finanziari. Ogni agenzia ha delle proprie tabelle e delle proprie specifiche modalità per procedere alla determinazione del rating delle imprese che ne fanno richiesta, si seguito viene riportata nello specifico la tabella riassuntiva del merito creditizio stilata e utilizzata dalla Cerved Rating Agency, la società leader in Italia per l'emissione dei rating. Il ricorso al rating è frequente per le emissioni che hanno un controvalore elevato, mentre invece è quasi del tutto assente nel caso di emissioni di importo basso o nel caso in cui le imprese emittenti siano PMI (in questo ultimo caso la spiegazione consiste nel risparmio rispetto a questo costo di emissione controbilanciato dai possibili benefici che possono essere ottenuti dall'emissione di un rating). Su un campione di 179 emissioni prese in considerazione in 90 casi non si ha l'emissione di alcun tipo di rating (50,3% del campione preso in considerazione); negli altri casi presi in considerazione nel campione, 24 hanno

un rating *investment grade*, 23 *speculative grade* e infine le altre 42 emissioni non risultano avere un rating pubblico, ma uno *undisclosed* o *unsolicited*⁴¹.

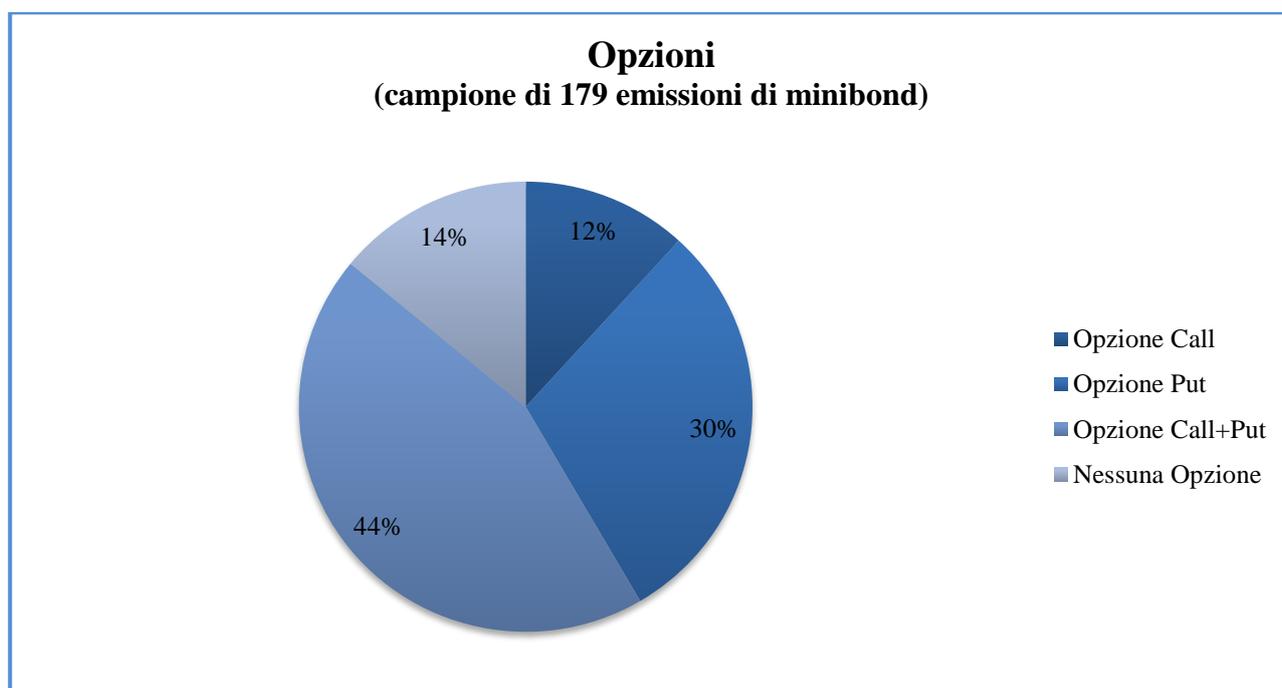
Sicurezza	A1.1	Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.
	A1.2	Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso.
	A1.3	Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.
	A2.1	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A2.2	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A3.1	Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
Solvibilità	B1.1	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.
	B1.2	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.
Vulnerabilità	B2.1	I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media.
	B2.2	I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.
Rischio	C1.1	L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.
	C1.2	L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.
	C2.1	L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.

Fonte: www.ratingagency.cerved.com

Il rendimento dei minibond è determinato anche dalla eventuale presenza di opzioni, in favore dell'emittente o dell'investitore professionista. I minibond, così come qualsiasi altro tipo di titolo obbligazionario, possono essere integrati da opzioni di tipo *call* o *put*, in favore dell'impresa emittente o del creditore acquirente. I minibond *callable* sono titoli per i quali l'impresa emittente si riserva la possibilità in futuro di rimborsarli prima della scadenza: questo può avvenire nei casi in

⁴¹ "Osservatorio mini-bond, 2° report italiano sui mini-bond", Op. Cit.

cui la società emittente riesca a trovare forme di finanziamento ad un costo più basso rispetto alla cedola che viene corrisposta con il minibond. L'emissione di un minibond *callable* determina un inequivocabile vantaggio per l'impresa debitrice, dall'altro però determina una maggiore remunerazione riconosciuta all'investitore. All'opposto dei minibond *callable* si hanno quelli *putable*: questa ultima tipologia di minibond prevede la possibilità, a sola discrezione dell'investitore, di chiedere il rimborso anticipato del capitale investito, prima della naturale scadenza del titolo in questione. L'investitore ha quindi la possibilità di smobilizzare l'investimento prima della sua naturale scadenza e tale vantaggio concessogli determina inevitabilmente una diminuzione del rendimento offerto dal minibond. La gran parte dei minibond sono assistiti sia dall'opzione *put* che dall'opzione *call*, permettendo in tal modo sia all'investitore che all'impresa emittente l'estinzione anticipata del finanziamento mediante titoli di debito.



Elaborazione dati: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano, 2016

Il rendimento dei minibond, come già detto in precedenza, viene influenzato da una molteplicità di fattori che vengono tenuti in considerazione sia dagli investitori professionali che acquistano tali strumenti di debito, sia dalle imprese emittenti in sede di progettazione e strutturazione del titolo di debito. In aggiunta alle varie opzioni *call* e *put*, è necessario tenere conto dell'eventuale presenza di *covenant*, finanziari o meno, che sono stati offerti dall'impresa nel momento dell'emissione del minibond. I *covenant* non sono altro che dei vincoli apposti al prestito obbligazionario, in sede di emissione di quest'ultimo, al venir meno dei quali scattano delle clausole volte a proteggere gli investitori. Nello specifico i *covenant* si suddividono in *covenant finanziari* e *covenant non finanziari*. I primi sono dei vincoli apposti al prestito obbligazionario, il cui mancato rispetto da parte dell'impresa emittente porta allo scattare di clausole volte a proteggere gli investitori: tipici esempi che possono essere riportati sono i *ratio patrimoniali* (es: incidenza del debito finanziario) i quali dovranno rispettare sempre determinati parametri soglia stabiliti nelle condizioni del prestito obbligazionario. Oltre a questi possibili *covenant finanziari* possono esservene anche apposti alcuni *non finanziari*, come ad esempio il mantenimento dell'assetto proprietario della società emittente,

l'impossibilità, in alcuni casi specifici, di distribuire dividendi e di intraprendere operazioni di finanza straordinaria. La presenza di queste clausole volte a salvaguardare e rendere ancora più forte la posizione del creditore è spiegata dalla volontà di ridurre al minimo il c.d. *risk shifting*. La pratica del *risk shifting* rientra nella più ampia categoria di comportamenti opportunistici e di conflitto di interesse tra gli azionisti soci dell'impresa emittente e i creditori obbligazionari, questi ultimi interessati a veder pagate le cedole maturate sui titoli in loro possesso e al rimborso per intero del capitale a scadenza. Potrebbe infatti accadere, ipotesi non troppo remota, che un'impresa troppo indebitata induca gli azionisti a selezionare investimenti assai rischiosi (che in una situazione finanziaria "normale" gli azionisti non avrebbero preso in considerazione) e di conseguenza nel *worst case* i soci sarebbero quindi tentati di abbandonare la società al suo destino, pregiudicando così anche gli interessi dei creditori obbligazionari. Gli azionisti infatti godono della responsabilità limitata, secondo quanto stabilito dalla legge in materia di società di capitali, e quindi trasferirebbero gran parte del rischio in carico agli obbligazionari: da qui appunto la denominazione di *risk shifting*. In generale è comunque sempre interesse di chi investe, in questo caso degli obbligazionisti acquirenti di minibond, vigilare costantemente e con attenzione sull'operato della società debitrice e sul comportamento della compagine azionaria. Il mancato rispetto dei *covenant*, siano essi finanziari o meno, può portare al rimborso anticipato (e in aggiunta eventuali penali) del prestito obbligazionario da parte dell'impresa debitrice. Tali *covenant* per svolgere una funzione di rilievo apprezzabile devono riguardare dei parametri oggettivi, misurabili, non soggetti a manipolazione né a opinabilità, cercando in tal modo di evitare qualsiasi fonte di possibile contestazione dei dati. Il ricorso ai *covenant finanziari* da parte delle imprese italiane è molto frequente, in un campione di 179 emissioni analizzate il 48% del campione ha deciso di ricorrere a tali clausole, l'incidenza dei *covenant* aumenta sia in caso di emissioni a lunga scadenza sia nel caso di basso importo.

Presenza di <i>covenant finanziari</i>	Si	No	Non disponibile
Tutto il campione	48,0%	49,2%	2,8%
PMI	47,4%	51,6%	1,0%
Grandi imprese	50,0%	45,2%	4,8%
Società quotate in Borsa	44,4%	50,0%	5,6%
Società non quotate in Borsa	49,1%	48,4%	2,5%
Emissioni = o < a € 50 milioni	52,9%	45,8%	1,3%
Emissioni > di € 50 milioni	23,1%	65,4%	11,5%
Società non finanziarie	43,3%	53,3%	3,4%
Società finanziarie	24,1%	75,9%	-
Minibond con scadenza < 5 anni	42,3%	54,1%	3,6%
Minibond con scadenza = o > a 5 anni	58,8%	39,7%	1,5%

Elaborazione dati: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano, 2016.

Dopo aver analizzato le tipologie degli emittenti, la struttura dei minibond e il loro rendimento corrisposto agli acquirenti, occorre prendere in considerazione il lato della domanda di tali strumenti di debito. L'investimento in minibond è riservato a coloro che vengono definiti investitori professionali (ciò che si deve intendere per investitori professionali è stato già oggetto di analisi nel seguente elaborato): rientrano nella categoria gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (possono essere fondi chiusi e/o aperti, fondi pensione e fondi speculativi), le banche, le SIM, le casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni. Gli interventi del legislatore nel corso del tempo hanno allargato la platea degli investitori pure alle compagnie assicurative. Affinché il mercato dei capitali funzioni in maniera efficiente non è sufficiente che vi sia la presenza delle sole imprese emittenti, ma si rende necessaria l'attività di investitori interessati a sottoscrivere i titoli di debito emessi dalle stesse. Il tema della domanda per i minibond si è posto fin da principio come una delle prime problematiche da dover superare: per loro natura infatti i minibond rientrano in *asset class* poco liquide, caratterizzate da un basso taglio all'emissione e emesse da imprese praticamente sconosciute al mercato, quindi difficili da piazzare presso gli investitori tradizionali. Le strade intraprese allora sono state in buona sostanza due: da una parte si è proceduto al metodo della cartolarizzazione, creando *asset backed securities* (come già visto in precedenza con il caso di studio "ViverAcqua Hydrobond 1 srl") in modo tale da raggiungere tagli elevati appetibili per i grandi investitori, dall'altra si è proceduto alla creazione di fondi chiusi che fossero specializzati nell'investimento in minibond. Questi fondi acquirenti dei minibond e di titoli ad essi affini sono denominati fondi di *private debt*. Tali enti svolgono la loro funzione di investimento allocando le loro risorse in prevalenza o *in toto* in strumenti finanziari rientranti nella più ampia categoria dei minibond. Tali fondi seguono, come tutti gli altri, delle regole prefissate per quel che riguarda le caratteristiche che i titoli devono avere per poter essere acquistati: la scadenza, la remunerazione, il rischio, merito creditizio e settore in cui l'impresa emittente opera. Il fondo, o meglio il *team di gestione* del fondo, provvede alla scelta accurata dei titoli che devono entrare a far parte del portafoglio di investimento sulla base dei parametri appena sopra elencati: la remunerazione ottenuta dal fondo, detratte le spese e gli oneri di gestione, viene poi ripartita pro quota tra gli investitori del fondo stesso. Un ruolo preminente, per quel che riguarda i fondi dedicati ai minibond, è ricoperto dal Fondo Italiano di Investimento: questo si configura come una società di gestione del risparmio nata nel 2010 con l'obiettivo di contribuire attraverso la creazione di fondi chiusi al finanziamento delle aziende italiane di medio piccola dimensione, spingendo le imprese più piccole ad aggregarsi fra loro in modo tale da risultare più competitive sui mercati internazionali. Il primo fondo mobiliare chiuso ha raccolto la somma di € 1,2 miliardi dalle banche italiane e ha sostenuto lo sviluppo di oltre 160 aziende italiane. Nel 2014 sono stati istituiti altri due fondi, dei quali uno di *private debt* dedicato per intero alle PMI italiane. Nel 2015 il fondo ha raggiunto la raccolta di ben € 335 milioni dei quali € 250 milioni provenienti dalla Cassa Depositi e Prestiti SpA, mentre il resto da altri enti creditizi (Intesa San Paolo, Icbpi, Credito Valtellinese e Poste Vita) più altre manifestazioni di interesse provenienti da assicurazioni e fondi pensione.

Conclusioni

Seppur lentamente, dopo il mercato dell'offerta dei minibond, anche il lato della domanda di questi strumenti finanziari si è attivato: il mercato di questi titoli di debito delle PMI continua a crescere in maniera progressiva senza eccessivi strappi né verso l'alto né verso il basso. I minibond rappresentano una grande opportunità per le grandi imprese, ma anche e soprattutto per tutte quelle PMI italiane che più di tutti hanno patito la lunga crisi e la conseguente stretta creditizia. Ovviamente le potenzialità di questi strumenti finanziari non si sono ancora dispiegate al massimo, sia per la loro recente introduzione all'interno dell'ordinamento giuridico italiano, sia per quel che riguarda la congiuntura economica che il paese vive. La politica monetaria accomodante voluta dalla BCE guidata da Mario Draghi ha, come detto in precedenza, spinto i tassi verso i minimi storici inondando il mercato di liquidità, nella speranza che si potessero riaprire i flussi di denaro dalle banche verso le imprese e le famiglie. Questa situazione inevitabilmente pone un freno al ricorso ai minibond da parte delle imprese: il costo del capitale raccolto mediante i titoli di debito risulta infatti ancora superiore rispetto a un finanziamento bancario di pari ammontare. Non deve essere però trascurata la possibilità che vi siano aggregazioni di banche popolari italiane nell'immediato futuro, e sull'onda di queste aggregazioni una conseguente riduzione dell'offerta di credito tale da spingere le PMI a riconsiderare i minibond come una valida alternativa. Oltre agli scenari appena elencati si deve tener conto anche della lenta e fragile ripresa economica che caratterizza il tessuto economico dell'Italia: se infatti la ripresa riuscirà a prendere più slancio tramite una congiuntura economica internazionale più favorevole e tramite interventi del legislatore volti a sostenere la domanda interna, anche le PMI potrebbero ricominciare a investire e per farlo avere bisogno di capitali e risorse che non possono provenire solo ed esclusivamente dal canale bancario. Un aspetto non di poco conto che non deve essere tralasciato è costituito dalla tradizionale riottosità degli imprenditori italiani ad aprire le proprie aziende e a renderle più trasparenti, passo che risulta essere fondamentale e propedeutico a successive operazioni di quotazione dei titoli sui mercati borsistici. Gli investitori infatti, nel momento in cui acquistano titoli di debito di una qualsiasi società, richiedono di monitorare le imprese emittenti e sono interessati a controllare le modalità di utilizzo del capitale raccolto. Risulta quindi necessaria la nascita di una cultura di *governance* pronta a confrontarsi con gli investitori acquirenti dei titoli di debito in qualsiasi momento e su qualsiasi ambito riguardante la vita economico-finanziaria dell'impresa: cosa questa non di poco conto in un paese come l'Italia in cui le imprese sono improntate al modello di capitalismo familiare.

Bibliografia

Banca Centrale Europea (2014), “Rapporto Annuale”, Francoforte

Banca Centrale Europea (2015), “Rapporto Annuale”, Francoforte

Banca d’Italia (2015), “Relazione annuale presentata all’Assemblea Ordinaria dei Partecipanti – centoventunesimo esercizio”, Roma

Banca d’Italia (2016), “Relazione annuale – centoventiduesimo esercizio”, Roma

CALUGI Roberto, MORELLI Valentina, PAGLIETTI Gianmarco (2013), “I mini-bond, istruzioni per l’uso”, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano

Fabrizi P. L. (2013), “Economia del mercato mobiliare”, Egea, Milano

Forestieri G. (2014), “I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, Università Bocconi, Milano

Il D.L n 83 del 22 giugno 2012, convertito con legge 134/2012, “Decreto Sviluppo”

Il D.L n. 145 del 23 dicembre 2013, convertito con legge 9/2012, “Piano Destinazione Italia”

Il D.L. n.91 del 24 giugno 2014, convertito con legge 116/2014, “Decreto Competitività”

LOSSANI Marco, DI PASQUALI Fiorenzo, ROSSI Paola, ALBERTO Banfi, PAMPURINI Francesca, ACRI Simonetta, LI CASTRI Edoardo, BORELLO Giuliana (2014), “Laboratorio di analisi monetaria - Osservatorio Monetario”, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.

Politecnico di Milano (2015), “I° Report italiano sui Mini-Bond”, Osservatorio Minibond, Milano

Politecnico di Milano (2016), “II° Report italiano sui Mini-Bond”, Osservatorio Minibond, Milano

Unnia F. (2016), “Cresce il ricorso ai mini-bond”, ItaliaOggi, 25 luglio 2016, pp. IV

Vesentini I, (2014), “Minibond: cinquemila imprese in lizza”, Il Sole 24 Ore, 29 gennaio 2014

Sitografia

www.borsaitaliana.it

www.centrovenetoservizi.it

www.fondoitaliano.it

www.ilsole24ore.com

www.milanofinanza.it

www.ratingagency.cerved.com

www.regione.veneto.it

