



Corso di Laurea in Economia e direzione delle Imprese

Cattedra di Operazioni di Finanza Straordinaria

**I MINIBOND COME STRUMENTO DI
FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE
IMPRESE: OPPORTUNITA' E LIMITI**

RELATORE

Prof. Alessandro Pansa

CANDIDATO

Elena Barone

Matr. 669401

CORRELATORE

Prof. Luigi Gubitosi

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

I Minibond come strumento di finanziamento delle piccole e medie imprese: opportunità e limiti

Indice

1. Le problematiche del finanziamento delle piccole e medie imprese	pag. 5
1.1 Le piccole e medie imprese in Italia	pag. 5
1.2 Le caratteristiche della struttura finanziaria delle piccole e medie imprese	pag. 7
1.3 La crisi finanziaria: il credit crunch e le risposte al razionamento del credito	pag.12
1.4 I limiti al finanziamento a medio/lungo termine e alle emissioni di obbligazioni	pag. 16
1.5 I Minibond come strumento per finanziare le piccole e medie imprese	pag. 18
2. L' introduzione dei Minibond: quadro normativo e definizione dello "strumento finanziario"	pag. 23
2.1 Il processo di introduzione dei Minibond	pag. 23
2.1.1 I limiti derivanti dalla precedente disciplina	pag. 25
2.2 Il processo legislativo dell' introduzione dei Minibond	pag. 30
2.3 Il quadro normativo attuale: gli aspetti civilistici	pag. 31
2.4 Il quadro normativo attuale: gli aspetti fiscali	pag. 33
2.5 Definizione e delimitazione del concetto di Minibond	
3. L'operazione di emissione dei Minibond: il procedimento e i soggetti coinvolti	pag. 36
3.1 La decisione di emissione e la verifica dei requisiti: il ruolo dell' advisor	pag. 36
3.2 La strutturazione dell'emissione. L'arranger e gli aspetti legali	pag. 40
Il rating e la valutazione del rischio: le agenzie di rating	pag.48
3.3 La decisione di quotazione: il segmento di mercato ExtraMOT Pro	pag. 55
3.4 Il collocamento del prestito e gli investitori professionali	pag. 61
3.5 Le garanzie e i covenants	

4. Gli operatori e gli strumenti del mercato dei Minibond	pag. 73
4.1 Gli investitori professionali che hanno sottoscritto i Minibond	pag. 73
4.2 I fondi di private debt	pag. 77
4.3 Gli interventi diretti all'ampliamento degli investitori coinvolti	pag. 83
4.3.1 Altre tipologie di investitori	pag. 83
4.3.2 Estensione delle possibilità di garanzia	pag. 89
5. Il mercato ExtraMOT Pro: analisi delle quotazioni realizzate	pag. 91
5.1 Finalità dell'istituzione del segmento ExtraMOT Pro	pag. 91
5.2 Il procedimento di ammissione alla quotazione	pag.96
5.3 Gli adempimenti successivi alla quotazione	pag. 101
5.4 L'analisi degli emittenti e dei titoli quotati	pag. 103
6. I Minibond come operazione di finanza straordinaria per le piccole e medie imprese	pag. 111
6.1 Caratteri di finanza straordinaria nell'emissione di un Minibond	pag. 111
6.2 Le finalità delle emissioni e il riscontro a consuntivo sull'utilizzo dei fondi	pag. 115
6.3 La determinazione del tasso di interesse del titolo di debito	pag. 122
6.4 Altri costi di emissione	pag. 127
7. Conclusioni: opportunità, limiti e prospettive del mercato dei Minibond	pag. 132
Bibliografia	pag. 145
Sitografia	pag. 151

1. Le problematiche del finanziamento delle piccole e medie imprese

1.1 Le piccole e medie imprese in Italia

Le piccole e medie imprese sono una parte fondamentale del tessuto industriale italiano ed europeo ed, in quanto tali, risultano una priorità nella politica economica sia per l' Italia, che è il paese europeo che più degli altri ha un sistema economico fondato su un' elevata presenza di piccole e medie imprese, sia anche per l' Unione Europea nel suo complesso.

Il presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker ha affermato: *“le piccole e medie imprese sono la colonna portante della nostra economia e creano l'85% dei nuovi posti di lavoro in Europa”*; di conseguenza queste imprese rivestono un ruolo significativo non solo perché in Europa ne esistono molte, ma anche perché si ritiene che siano rilevanti per la crescita economica e per la creazione di posti di lavoro, potendo avere un grande potenziale da esprimere a sostegno dell'economia globale e della stabilità sociale.

Queste ragioni hanno indotto a ricercare una definizione precisa di cosa si intenda per piccole e medie imprese (d'ora in avanti PMI), in maniera tale da poterle individuare chiaramente e per poter permettere loro di usufruire appieno del sostegno dell'Unione Europea e dei vari Stati membri nello svolgimento delle loro attività.

In Italia la definizione di PMI segue sostanzialmente quello che è stato stabilito in Europa: già nel 1996 era stata introdotta una prima definizione di PMI a livello europeo, poi rivista nel 2003 dopo un confronto tra la Commissione europea, gli Stati membri e le organizzazioni di imprese.

Secondo l'articolo 2 della Raccomandazione 2003/361/CE si definiscono PMI quelle imprese costituite da meno di 250 occupati e che presentano o un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio inferiore ai 43 milioni di euro.

Tale disposizione comunitaria è stata quindi recepita in Italia con il DM del Ministero delle Attività Produttive del 18/04/2005 pubblicato in GU n. 238 del 12/10/2005.

La definizione riportata nel decreto può essere facilmente sintetizzata in una tabella che fornisce una definizione dettagliata delle diverse tipologie di PMI:

Imprese	caratteristiche		
	N. di dipendenti	Fatturato	Totale di Bilancio
Media impresa	< 250	≤ 50 milioni	≤ 43 milioni
Piccola impresa	< 50	≤ 10 milioni	≤ 10 milioni
Microimpresa	< 10	≤ 2 milioni	≤ 2 milioni

Le PMI in Italia rappresentano il 99,9% delle imprese e la loro forza lavoro costituisce l' 80% di quella impiegata nell'intero settore industriale e dei servizi: il numero delle PMI ammonta infatti a circa 3,865 milioni di imprese su un totale di circa 3,868 milioni¹, come risulta dalla seguente tabella

DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE IN ITALIA, 2010

Classe dimensionale (dipendenti)	Numero di imprese	%
Totale Imprese	3.867.813	100,0
PMI (0 -249)	3.864.582	99,9
Microimprese (0 - 9)	3.660.256	94,6
Piccole Imprese (10 - 49)	184.925	4,8
Medie Imprese (50 - 249)	19.401	0,5
Grandi imprese (> 250)	3.231	0,1

Nota: escluse le imprese del settore finanziario e assicurativo. Incluse le imprese senza dipendenti.

Fonte: OECD, *Entrepreneurship at a Glance*, 2013

L' Europa è complessivamente caratterizzata dalla presenza di PMI all'interno dei suoi Stati membri e l' Italia è il paese con la più alta concentrazione di imprese di questa dimensione: la configurazione del sistema produttivo italiano intorno agli anni novanta, da una parte è stata vista in un'accezione negativa, ritenendo che tale struttura fosse il risultato di un processo di modernizzazione dell' Italia in cui sono state favorite solo le grandi imprese pubbliche e private, dall'altra parte si è sottolineata positivamente l'esperienza di alcune zone di questo paese che hanno

¹, SCOREBOARD OCSE, Finanziamento delle PMI e dell'imprenditorialità, 2014

saputo sfruttare la piccola dimensione con l'agglomerazione di PMI nei cosiddetti distretti industriali, il cui funzionamento è stato accolto come un successo.²

Avere imprese di piccola dimensione comporta sicuramente dei vantaggi, il principale è sicuramente la flessibilità e la varietà del sistema produttivo, ma questo non sempre si può tradurre in un punto di forza: spesso la dimensione ottimale di un'impresa dipende dal tipo di prodotto su cui questa investe e il mercato a cui tali prodotti possono potenzialmente rivolgersi, e dunque la piccola dimensione non dovrebbe diventare un ostacolo alla competitività.

Negli ultimi vent'anni le tendenze dell'economia globale hanno invece rilevato come il sistema produttivo italiano reagisca con lentezza alle nuove esigenze di un mercato che va interpretato in chiave globale: di conseguenza le PMI dovrebbero poter scegliere la dimensione che ritengono ottimale per lo svolgimento della loro attività, potendo sviluppare la capacità di innovare investendo in ricerca e sviluppo, e rispondendo alla necessità di far parte di filiere produttive organizzate in network globali per diventare competitive su scala mondiale.

Sono queste le tematiche che pongono il problema di dover sostenere le PMI che hanno l'esigenza e la convenienza di crescere e di innovarsi.

1.2 Le caratteristiche della struttura finanziaria delle piccole e medie imprese

Storicamente il sistema economico italiano presenta delle caratteristiche ben precise che delineano una struttura finanziaria fragile e squilibrata da un punto di vista patrimoniale e finanziario.

Le imprese italiane soffrono di alcune criticità nella gestione finanziaria che si possono definire strutturali: queste criticità sono molto più accentuate nelle PMI e nel 2004, infatti, Onida parla delle imprese italiane di minore dimensione come di *“imprese che continuano ad essere sottocapitalizzate, troppo dipendenti da debito bancario a breve, riluttanti ad aprire quote di proprietà ad investitori esterni per timore di perdere il pieno controllo strategico ed operativo, diffidenti nei confronti*

² L.F. SIGNORINI, Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza, Università degli Studi di Trento, 4 Novembre 2015

dei mercati finanziari e nei vincoli di trasparenza del bilancio imposti dalle regole degli investitori istituzionali”³

La prima caratteristica, quindi, è che le PMI italiane ricorrono quasi esclusivamente al capitale di debito per coprire il loro fabbisogno finanziario: la loro struttura finanziaria si caratterizza infatti di debito bancario, rappresentato in larga parte dalle richieste di finanziamenti a breve termine, finanziamento e debiti verso gli stessi soci⁴ e in misura più limitata di capitale di rischio apportato dai soci fondatori, che si possono definire imprenditori familiari e a cui spetta la gestione totale della PMI.

Sostanzialmente la struttura del passivo non solo è fortemente sbilanciata verso il debito, ma risulta anche scarsamente diversificata: i finanziamenti alternativi al canale bancario vengono raramente presi in considerazione.

COMPOSIZIONE % DEI DEBITI FINANZIARI DELLE IMPRESE MANIFATTURIERE (2012)

Classe dimensionale (n. addetti)	Debiti bancari a breve	Debiti bancari a m/l termine	Obbligazioni	Altri debiti finanziari
0-10	45,00	26,60	0,90	27,50
10-50	49,20	27,30	2,30	21,20
50-250	41,80	23,20	3,20	31,80
>250	16,30	14,10	3,50	66,10
Totale imprese	37,10	22,40	2,50	38,00

L'altra criticità di cui parla Onida è infatti, la sottocapitalizzazione che rende le PMI patrimonialmente deboli: l'apporto di capitale proprio troppo circoscritto è causa spesso di un basso livello di autofinanziamento da utili netti, dovuto al peso gravoso degli oneri finanziari che l'indebitamento obbliga a pagare.

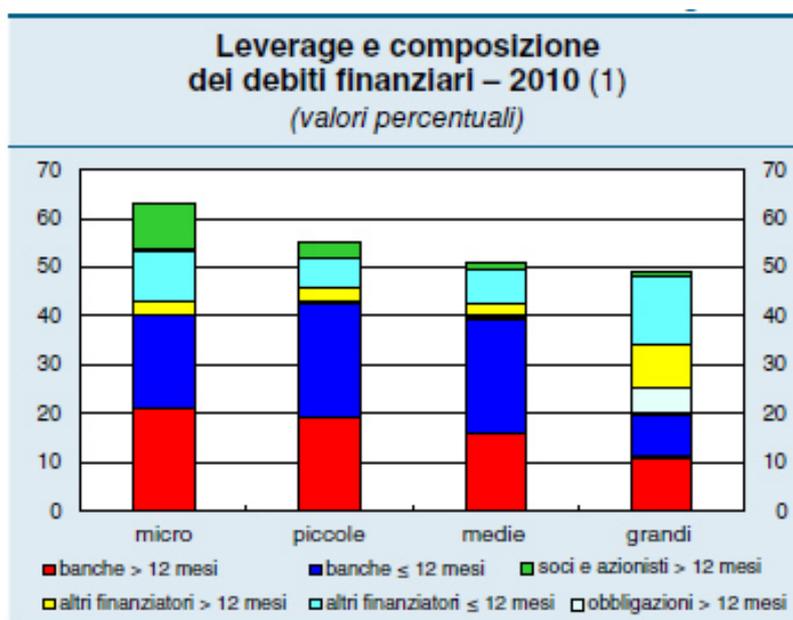
Si realizza quindi uno squilibrio patrimoniale e finanziario, che quando ci si trova in fasi negative del ciclo economico causa delle difficoltà nel rimborso dei prestiti: le passività consolidate, vale a dire quelle di medio e lungo periodo, e il patrimonio netto dell'impresa risultano inferiori rispetto all'attivo immobilizzato, ovverosia le attività in cui l'impresa investe le sue risorse, il quale di conseguenza risulterà in parte finanziato con i debiti a breve termine.

³ F. ONIDA, *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno*, Il Mulino, Bologna 2004

⁴ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2011*, pag. 176

Tali circostanze si traducono in uno squilibrio proprio perché i debiti a breve termine dovranno essere ripagati molto prima rispetto a quando gli investimenti che questi ultimi finanziano daranno i loro benefici: l'impresa quindi avrà difficoltà a rimborsare il capitale e gli interessi derivanti dall'indebitamento a breve.

Gli effetti sono una minore flessibilità nelle scelte di finanziamento e una maggiore fragilità finanziaria quando il ciclo economico si caratterizza di fasi avverse: l'impresa in questo modo risulta più esposta a crisi finanziarie e ha più difficoltà nel resistere a crisi economiche, e tra gli altri effetti, le difficoltà finanziarie di questo tipo comportano minori opportunità di crescita e maggiore onerosità del debito.



Fonte: Relazione annuale Banca d'Italia, anno 2011

Un'altra caratteristica delle PMI, che rende critica la loro gestione, e si lega profondamente alle tematiche dell'eccessivo indebitamento e della sottocapitalizzazione, è senza dubbio la componente culturale, vale a dire la mentalità e l'attitudine degli imprenditori: il capitalismo familiare risulta preponderante in Italia non solo tra le PMI, ma anche nelle imprese di maggiore dimensione.

Secondo il nono Censimento infatti più del 90% delle imprese italiane è a conduzione familiare diretta e la loro gestione è affidata ad un management di matrice familiare.⁵

Tali soggetti sono profondamente restii ad aprirsi a degli investitori esterni che potrebbero apportare nuovo capitale di rischio e risultano culturalmente contrari all'intervento di manager estranei.

La gestione familiare rende chiara sia la diffidenza nei confronti della raccolta di capitali presso i mercati finanziari, sia la predilezione nei confronti del credito bancario come fonte quasi esclusiva di finanziamento.

Il ricorso eccessivo al debito bancario, la sottocapitalizzazione e la governance di matrice familiare sono inoltre connesse alla riluttanza del management di accrescere il capitale di rischio allargando l' azionariato, un' operazione che permetterebbe di poter intraprendere un percorso di crescita dimensionale e produttiva: ciò che si teme con il ricorso al mercato dei capitali è il rischio della perdita di controllo dell' impresa, il dover sostenere elevati costi per attuare la procedura di quotazione e il rispetto degli obblighi più stringenti in tema di trasparenza, oltre ad una maggiore visibilità agli occhi del fisco.

Se da un lato c'è diffidenza nei confronti del mercato dei capitali, dall' altro anche i mercati obbligazionari non hanno avuto – anche per limiti legislativi - molto successo tra le PMI: il ricorso a tali mercati resta finora sfruttato solo dai grandi gruppi industriali.

Le principali cause sono da ricercarsi nei rilevanti costi di emissione e nel rendimento medio richiesto ancora molto elevato.

Spesso le PMI risultano incapaci di compiere un percorso di crescita produttiva e dimensionale proprio perché la loro struttura finanziaria non permette loro di compiere un' evoluzione: una struttura del passivo sbilanciata verso il debito frena la crescita delle imprese perché non offre la possibilità di finanziare progetti che hanno lunghi tempi di realizzazione e di rientro oppure il cui esito è incerto .

Se da un lato, l'eccessivo indebitamento bancario crea degli squilibri, dall'altro lato anche il ricorso al capitale di rischio, come già detto, è limitato e non permette una struttura più bilanciata.

⁵ AA.VV., Osservatorio Monetario n. 3/2014, Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Novembre 2014

In Italia tutte le imprese soffrono di una carente patrimonializzazione e questo può evincersi dal grado di leva finanziaria, che risulta elevato non solo in senso assoluto, ma anche se confrontato con gli altri principali paesi europei:

INDEBITAMENTO BANCARIO LEVERAGE E PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE IMPRESE - DATI 2012

	Italia	Spagna	Germania	Francia	Area Euro	UK	USA
Quota di debiti bancari su debiti finanziari	66,5	51,5	52,7	37,0	50,0	28,5	29,8
Leverage	48,0	47,3	42,0	34,1	41,5	41,6	34,4
Consistenza di azioni e altre partecipazioni sul totale delle passività	41,3	45,2	44,0	56,5	49,6	55,5	55,0

QUOTA % DEI DEBITI BANCARI SUL TOTALE DEI DEBITI FINANZIARI

	2007	2011	2012	2007/2012
Italia	66,9	68,7	66,5	-0,6
Area Euro	53,0	50,8	50,0	-5,7
Regno Unito	36,5	31,1	28,5	-21,9
USA	37,7	30,7	29,8	-20,9

Fonte: Banca d' Italia, *Relazioni Annuali* e Istat

Il leverage ratio o leva finanziaria è, sostanzialmente, un indice che misura il rapporto tra i debiti finanziari di un' impresa e la loro somma con il patrimonio aziendale (espresso in valori di mercato) e aiuta a comprendere quali sono le fonti di finanziamento utilizzate da un' impresa e in che misura queste contribuiscono a finanziare l'attività imprenditoriale.

Un'impresa ben capitalizzata garantisce meglio il proprio debito e quindi può accedere più facilmente e a condizioni migliori al credito bancario o di mercato.

Una struttura più bilanciata ed in cui sia presente in misura più consistente il capitale di rischio eviterebbe all'impresa il pagamento di un prestabilito ammontare di

interessi e il rimborso del capitale; allo stesso modo la diversificazione dei finanziamenti permetterebbe all'impresa di non indebitarsi solo con prestiti a breve, ma di scegliere delle modalità di indebitamento di lungo periodo, in maniera tale da poter finanziare nuovi progetti o compiere investimenti innovativi, oppure da investire nell'aumento dimensionale dell'impresa.

Tutti questi aspetti che manifestano la fragilità delle PMI e il loro squilibrio finanziario troppo sbilanciato verso il finanziamento bancario si sono profondamente accentuati con i due periodi di recessione che si sono susseguiti in Italia nel giro di pochi anni: la crisi finanziaria del 2007-2008 e la recessione che ha colpito il Paese tra il 2011 e il 2013.

Come conseguenza di questi due periodi di crisi si è accentuato il cosiddetto fenomeno della restrizione del credito bancario che ha provocato l'utilizzo di criteri di erogazione dei prestiti e di apertura di linee di credito molto più rigidi e inflessibili.

1.3 La crisi finanziaria: il credit crunch e le risposte al razionamento del credito

Le due crisi finanziarie che si sono verificate nel 2007/2008 (fallimento di Lehman Brothers) e tra il 2011 e il 2013 (crisi dei debiti sovrani) hanno avuto a livello mondiale un pesante effetto di recessione e di razionamento del credito.

Questi due drammatici eventi, che hanno colpito in modo particolare l'area euro, sono stati ampliati dalla fragilità finanziaria che già caratterizzava il panorama italiano.

Tra gli altri effetti, hanno provocato anche il noto fenomeno del credit crunch: il credito bancario alle imprese ha subito una notevole restrizione a partire dal 2007, fino a quando, nel 2009, la dinamica dei prestiti non è divenuta negativa.

Dopo un inizio di ripresa economica e di erogazione del credito nel periodo 2010/2011, la crisi dei debiti sovrani iniziata alla fine del 2011 ha innescato in Italia una pesante fase recessiva, della quale tutt'oggi non si vede la fine, con un ulteriore razionamento del credito e una diminuzione anno per anno dei prestiti erogati dal sistema bancario alle imprese.

CREDITO ALLE IMPRESE : SOCIETA' NON FINANZIARIE E FAMIGLIE PRODUTTRICI

Voci	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Variazioni percentuali sui 12 mesi	12,1	7,0	-3,0	0,9	0,5	-2,2	-5,0	-2,0	-0,7
Consistenze di fine periodo (mldi. di euro):									
- società non finanziarie	814	869	849	868	894	865	814	808	793
- famiglie produttrici	89	89	91	99	101	98	95	93	92
Totale settore produttivo	903	958	940	967	995	963	909	901	885
variazione annua	89	55	-18	27	28	-32	-54	-8	-16

Nota: dati derivanti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza per le banche.

Fonte: Banca d' Italia, *Relazioni Annuali*

Sono molteplici le cause che hanno provocato il credit crunch e sono da ricercare sia dal lato della domanda dei prestiti, che da quello dell'offerta: un primo elemento da analizzare e che spiega le dinamiche del credito dal lato della domanda è sicuramente l'indebolimento delle condizioni finanziarie delle imprese.

Intorno alla metà del 2008 le imprese italiane si sono trovate con dei bilanci molto "appesantiti" da un ingente indebitamento, elevato sia se confrontato con gli andamenti passati, sia se paragonato agli andamenti degli altri paesi europei, tanto che gli oneri finanziari erodevano un quarto del margine operativo lordo⁶.

Il segno principale del peggioramento delle condizioni economiche è la contrazione dei flussi di reddito che ha provocato una riduzione della redditività e della capacità di autofinanziamento delle imprese: la conseguenza è che le imprese sono costrette a rivedere i propri piani di investimento e a ridimensionare le loro esigenze di finanziamento al punto che il fabbisogno finanziario per investimenti (pari alla differenza tra l'autofinanziamento e la spesa per investimenti fissi lordi) si è ridotto di circa 50 miliardi tra il 2008 e il 2009, ed è rimasto su livelli contenuti anche negli anni successivi.

Un secondo aspetto da mettere in evidenza sono le tensioni di liquidità: i clienti delle imprese allungano i tempi di pagamento, non per delle concessioni di ulteriori dilazioni, ma per dei ritardi, il che porta le imprese a ritardare a loro volta i pagamenti ai fornitori: questo si traduce in un peggioramento della qualità della

⁶ Cfr. G. ALBARETO e P. FINALDI RUSSO, Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, N. 127 Luglio 2012

domanda di finanziamenti esterni, perché la maggior parte dei prestiti che vengono richiesti riguardano il fabbisogno di capitale circolante.

Dal lato dell'offerta la crisi ha sicuramente avuto un impatto negativo sulla condizione patrimoniale e di liquidità delle banche dovuta ad una limitazione nella loro capacità di accedere a finanziamenti esterni al punto da portare queste ultime, sia per necessità, che in parte per volontà, ad essere più selettive nel soddisfare le esigenze di finanziamento della clientela.

I fattori principali dal lato dell'offerta sono riconducibili ad un irrigidimento nei criteri di erogazione dei prestiti, dovuti a nuove norme più stringenti come quelle di Basilea 2, e all'aumento del rischio di credito: la maggiore rischiosità dei debitori può aver infatti indotto gli intermediari ad utilizzare una maggiore cautela nel concedere prestiti e a richiedere margini d'interesse o garanzie reali più elevati.

L'aumento del rischio di credito con il sopraggiungere della crisi è sicuramente confermato dall'incidenza del flusso di nuove sofferenze sui prestiti bancari, una misura delle insolvenze aziendali: il rapporto, poco più alto dell'1% prima della crisi, risulta a partire dall'inizio del 2009 stabilmente superiore al 2,3%, giustificando la maggiore avversione al rischio che caratterizza le banche nei periodi di recessione come quello che si sta descrivendo.

Le cause macroeconomiche della crisi sono state amplificate dalle imperfezioni del mercato del credito con delle ricadute sull'attività e sugli investimenti delle imprese che sono tanto più accentuate quanto maggiore è la loro dipendenza dal credito bancario; tra diminuzione della domanda di credito, razionamento dell'offerta e recessione si è creato così un circolo vizioso, in Italia particolarmente accentuato ("acceleratore finanziario")⁷.

Queste due crisi hanno avuto degli effetti differenti sulle diverse tipologie di imprese: il rallentamento del credito seguito alla crisi del 2007/2008 ha avuto le maggiori ripercussioni sulle imprese medio-grandi, al contrario a partire dalla crisi dei debiti sovrani il credit crunch ha colpito e continua a colpire principalmente le PMI.

In questa seconda fase recessiva le imprese di maggiori dimensioni hanno potuto attivare canali alternativi di finanziamento e modificare così la composizione degli

⁷ Cit. AA.VV. , Osservatorio Monetario n. 3/2014, Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Novembre 2014, pag. 25

strumenti di debito, emettendo ad esempio prestiti obbligazionari, mentre tra le imprese di minore dimensione l'accesso al credito è divenuto sempre più difficile e si riscontrano ampiamente sia casi di imprese razionate sia casi di imprese che hanno visto rifiutarsi i finanziamenti richiesti.

Infatti le percentuali di diminuzione annua nell'erogazione del credito sono state di gran lunga superiori nei riguardi delle PMI, come più volte evidenziato nelle Relazioni Annuali della Banca d' Italia.

In conclusione, a partire dalla fine del 2008, le imprese – soprattutto le PMI – hanno vissuto e vivono tuttora un periodo di difficile accesso al credito che si perpetua da oltre sei anni; per l' Italia si tratta del periodo più prolungato, diffuso e marcato di restringimento dell' offerta di credito dagli inizi degli anni novanta⁸.

Come da più parti rilevato le condizioni di offerta del credito, considerate le attuali normative prudenziali europee e il protrarsi della fase recessiva, non potranno tornare ai livelli precedenti alla crisi, d'altro canto per tornare a crescere le imprese devono far ripartire gli investimenti che soprattutto nel caso delle PMI risultano fortemente limitate.

A tal proposito il Centro Studi Confindustria a dicembre 2012 ha immaginato la ripresa degli investimenti verso i livelli del decennio pre – crisi, ipotizzando per i successivi 5 anni due diversi scenari a seconda che il credit crunch prosegua ulteriormente oppure si riesca a fermarlo senza peraltro rilanciare i prestiti bancari.

Nel primo scenario, segnato da ulteriore diminuzione annua dei prestiti, le imprese dovranno reperire fonti di finanziamento non bancarie per circa 88 miliardi nel periodo; nel secondo scenario, nella stabilità dei prestiti bancari, le altre fonti di finanziamento non bancarie dovrebbero fornire nei 5 anni 40 miliardi⁹.

⁸ Cfr. L. GUIO, Piccole e medie imprese, finanza e assicurazione. Il legame in tempi di credit crunch, Italian Axa paper, le sfide della crescita , 2013

⁹ Cfr. CENTRO STUDI CONFINDUSTRIA, Nuova finanza alle imprese per superare la scarsità di credito, Scenari Economici, Dicembre 2012

1.4 I limiti al finanziamento a medio/lungo termine e alle emissioni di obbligazioni

Il lungo periodo del razionamento del credito ha in particolare aggravato le difficoltà delle PMI nel reperire fonti di finanziamento a medio e lungo termine, essenziali per la realizzazione dei loro investimenti a sostegno della ripresa economica.

In tutta Europa, infatti, la crisi finanziaria ha ridotto la capacità del settore finanziario di incanalare i risparmi verso gli investimenti a lungo termine; la situazione di generale debolezza economica e di recessione ha creato un clima di incertezza e di avversione al rischio soprattutto negli stati come l' Italia in difficoltà finanziarie e per le piccole e medie imprese.

Nel nostro paese infatti si sono riscontrati significativi rischi di carenza di fondi nei settori delle infrastrutture e nelle PMI che svolgono un ruolo di rilievo nelle prospettive di crescita e di occupazione a lungo termine.

Le banche si sono rivelate particolarmente restie ad accordare crediti a medio lungo termine a settori di imprese che mostravano un generalizzato calo della redditività e un aumento delle sofferenze, limitando l'assunzione di tali tipi di rischi a lunga scadenza e/o proponendo alle imprese richiedenti condizioni eccessivamente stringenti.

Peraltro come rilevato anche in sede comunitaria, per rilanciare la crescita è essenziale migliorare il finanziamento a lungo termine dell'economia europea, e in particolare delle PMI che di questa costituiscono l'ossatura¹⁰.

“ Per reperire risorse da destinare agli investimenti, occorre operare lungo tre direttrici di fondo: (i) rilancio del credito bancario, (ii) promozione della finanza non bancaria, (iii) uso più efficiente delle risorse pubbliche, attraverso garanzie sui prestiti, incentivi fiscali mirati e strumenti finanziari comunitari”¹¹.

¹⁰ A partire almeno dal 2008 la UE ha intrapreso una serie di progetti e di iniziative rivolti in particolare al sostegno delle piccole e medie europee e al superamento della loro storica dipendenza dal finanziamento bancario con lo sviluppo di finanziamenti alternativi di debito e il maggior ricorso al capitale di rischio: vedi ad esempio il percorso iniziato nel 2008 con lo Small Business Act, il Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell' economia europea nel 2013 nonché il piano di azione per la creazione dell' Unione dei mercati dei capitali (CMU) del 2015.

¹¹ Cit. G. GRANDE e G. GUAZZAROTTI, Il finanziamento degli investimenti a lungo termine: iniziative in corso e principali linee di intervento, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, N. 238 Settembre 2014, pag. 6

Per quanto riguarda l' aspetto della promozione dei finanziamenti alternativi al credito bancario, nello specifico per le PMI che qui interessa, si deve ricordare come storicamente, e ancor più nella fase di recessione e di crisi finanziaria, risulti chiusa per tale tipologia di imprese la possibilità di emissione di obbligazioni e di altri titoli di debito.

Per tutto il periodo della crisi finanziaria il ricorso delle imprese italiane non finanziarie al mercato obbligazionario è rimasto estremamente limitato, al punto che in alcuni anni si potrebbe parlare di un arresto virtuale di questo mercato.

In ogni caso in quest' ultimo decennio circa il 90% delle emissioni lorde sono state effettuate da pochi prenditori di grandi dimensioni (con un minimo di 6 nel 2008 e nel 2011), mentre il ricorso al mercato da parte delle PMI è stato soltanto limitato e sporadico.

Nella tabella di seguito, basata sui dati contenuti nelle Relazioni Annuali della Banca d' Italia, si riporta l'andamento delle emissioni nette di obbligazioni da parte di società industriali non finanziarie.

OBBLIGAZIONI A MEDIO E LUNGO TERMINE DI IMPRESE ITALIANE

(Valori nominali; milioni di euro)

Voci	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Società non finanziarie :									
emissioni nette (1)	9.709	1.215	13.926	11.585	-534	13.576	22.429	4.637	-1.773
consistenze	60.571	60.741	76.029	88.818	89.487	103.615	125.169	130.859	129.865

Nota: (1) Differenze tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati

Fonte: Banca d' Italia, *Relazioni Annuali*

Per le PMI il ricorso al finanziamento non bancario tramite emissioni di obbligazioni e titoli similari è rimasto da sempre estremamente limitato, se non addirittura inesistente, oltre che per motivi legati alla loro maggiore rischiosità e all'eccessivo costo di tale forma di indebitamento, soprattutto a causa delle rigide limitazioni alla possibilità della loro emissione derivanti dalla normativa civilistica e fiscale.

1.5 Le motivazioni dell' introduzione dei Minibond per le PMI

Nei precedenti paragrafi è stata descritta la debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane – in particolare delle PMI - che è causata dall'eccessiva dipendenza di queste dal canale bancario e da una limitata raccolta diretta di fondi sul mercato: la crisi finanziaria e la successiva fase recessiva degli anni 2011 – 2013 hanno accentuato queste problematiche colpendo gravemente sia le imprese che le banche.

Dal punto di vista delle banche la crisi finanziaria è stata solo uno degli aspetti che ha portato al fenomeno del credit crunch: il fenomeno della restrizione del credito alle imprese e alle famiglie è anche una conseguenza dell'irrigidimento nei criteri di erogazione dei prestiti dovuto alle regole di Basilea.

Le autorità di vigilanza internazionali si riuniscono da tempo nel Comitato di Basilea per definire delle regole che si propongono di stabilizzare il mondo finanziario, facendo in modo che tutti i principali player del mercato adottino gli stessi criteri in materia di capitalizzazione, gestione del rischio e di liquidità.

Poco prima della crisi finanziaria era stato recepito dalle direttive europee 2006/48/CE e 2006/49/CE l'accordo di Basilea II, il quale prevedeva che l'adeguatezza patrimoniale di un intermediario finanziario dovesse essere misurata in base a tre pilastri: i requisiti patrimoniali minimi, il controllo prudenziale, e la disciplina del mercato¹².

Ciò su cui è importante focalizzarsi è il primo pilastro: il requisito patrimoniale minimo era già stato definito in Basilea I e si tratta sostanzialmente di una quota di capitale che le banche o gli altri intermediari devono “vincolare”, destinandola a proteggere i depositanti dal rischio di credito, ovvero il rischio di perdite dovute al decadimento del merito creditizio del debitore (a cui la banca eroga un prestito).

In Basilea II tale aspetto è stato revisionato per ampliare le categorie di rischi considerate nel calcolo del requisito patrimoniale minimo, in maniera tale da renderlo più sensibile al rischio dei singoli prestiti, consentendo l'utilizzo di giudizi (“rating”) assegnati dalla Banca e infine considerando anche il nuovo rischio operativo, che ricomprende quei rischi derivanti da disfunzioni a livello di procedure o da eventi esogeni.

¹² L. NADOTTI, C. PORZIO, D. PREVIATI, *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill, settembre 2009

Le modifiche dovute a Basilea II hanno portato le banche ad utilizzare dei criteri di selezione della clientela più rigidi, che si basano sul rating delle imprese che richiedono dei finanziamenti: questo aspetto ha sicuramente comportato una riduzione del credito concesso alle imprese, perché, da un lato la necessità di dover rispettare una determinata soglia di patrimonio di vigilanza si è tradotta in una riduzione degli impieghi di risorse nei prestiti alla clientela, dall' altro l'utilizzo del rating e di criteri di ponderazione del rischio più specifici hanno determinato una diminuzione delle imprese meritevoli di ottenere prestiti.

Alcuni tra i richiedenti e gli affidati, infatti, in particolare le PMI, presentavano livelli di ponderazione molto elevati al punto da indurre gli istituti a ritirare gli affidamenti in conto corrente e a limitare la concessione di nuove linee di credito.

Tuttavia con Basilea III si arriva al punto chiave della questione che collega l'introduzione di queste nuove disposizioni alla nascita di nuovi strumenti di finanza innovativa.

Basilea III è un' ulteriore revisione dell'accordo che, oltre ad inasprire i requisiti in termini di capitale con il capital conservation buffer e il countercyclical capital buffer (i quali possono portare il total capital ratio di un singolo istituto fino al 10,5%), introduce anche un ulteriore requisito riguardante la liquidità, un aspetto, quest'ultimo, che era stato sottovalutato nella redazione di Basilea II e che si è ripercosso sulla crisi finanziaria del 2007 – 2008 in quanto si ipotizzava che i mercati finanziari fossero liquidi e che non ci potessero essere problemi di smobilizzo di titoli in tempi ridotti e di disponibilità del “funding”: viste le problematiche legate alla liquidità che sono sorte con la crisi, il terzo accordo di Basilea ha imposto un Liquidity Coverage Ratio (LCR)¹³, un parametro che stabilisce di quanto denaro liquido devono disporre le banche per fronteggiare crisi improvvise, garantendo una copertura del rischio di liquidità per 30 giorni.

In base al LCR le banche devono mantenere un adeguato livello di attività liquide di elevata qualità (HQLA) non vincolate che possano essere facilmente e immediatamente convertite in contanti nei mercati privati per affrontare dei momenti di stress della liquidità.

¹³ Vedi COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, Basilea 3 – Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità, gennaio 2013

In aggiunta al LCR, Basilea III prevede anche il Net Stable Funding Ratio (NSFR)¹⁴, misurato dal rapporto tra l'ammontare di provvista stabile disponibile e l'ammontare di provvista stabile obbligatoria: per "provvista stabile disponibile" si intende la porzione di patrimonio e passività che si ritiene risulti affidabile nell'arco temporale di un anno, mentre per "provvista stabile obbligatoria" si intende quella richiesta ad una specifica istituzione e dipende dalla vita residua delle attività detenute dalla stessa, dalle sue esposizioni fuori bilancio, nonché dalle sue caratteristiche di liquidità.

Il NSFR serve per tracciare il profilo di rischio di funding di una banca e riflette il grado atteso di stabilità delle passività e quello di liquidità delle attività.

Gli obiettivi perseguiti con la graduale attuazione di Basilea 3 sono quindi quelli di una maggiore patrimonializzazione delle banche e di deleveraging, ovvero di alleggerimento delle esposizioni di finanziamento, che avviene prevedendo il contenimento della leva finanziaria (Leverage Ratio che deve essere pari al 3% dell'attivo non ponderato) della banca, ed infine tenendo conto dell'esigenza di doversi tutelare dal rischio di liquidità nel momento in cui si verificano degli eventi improvvisi di stress di matrice economica e finanziaria.

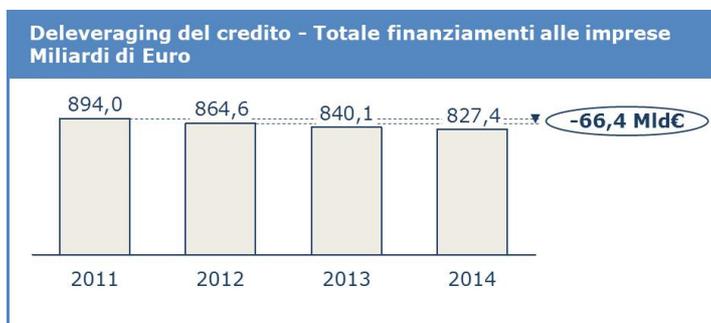
Questi due obiettivi sono la risposta a due necessità fondamentali a cui la normativa di Basilea 3 ha dato rilevanza: da una lato garantire e promuovere un sistema finanziario stabile e dall'altro essere pronti a ridurre al minimo le ricadute negative sulla crescita economica attraverso una regolamentazione del capitale bancario di carattere anticiclico.

Sono queste le dinamiche che hanno portato di fatto ad un'ulteriore restrizione dell'offerta del credito.

I nuovi più stringenti criteri di ponderazione a fronte del rischio di credito e, in particolare, l'esplosione dei crediti scaduti e dei crediti in sofferenza (ponderati a percentuali più elevate), l'introduzione dei buffer aggiuntivi anche a seguito degli stress test effettuati dall'EBA (European Banking Authority), la necessità di acquisire gli attivi dal LCR hanno sensibilmente elevato le necessità di capitali propri da parte delle banche.

¹⁴ Vedi COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, Documento di consultazione Basilea 3 – Il Net Stable Funding Ratio, gennaio 2014

Nell' impossibilità di generali e ripetuti aumenti di capitale in presenza della crisi economica, il sistema bancario italiano ha conseguentemente attuato politiche restrittive del credito alla clientela, in particolare alle PMI, preferendo spesso impiegare le proprie risorse in Titoli di Stato a ponderazione zero e più facilmente liquidabili.



Fonte: Banca d'Italia

Le banche, quindi, non sono più disposte a concedere facilmente finanziamenti alle imprese, perché questo vuol dire dover accantonare una quota maggiore di patrimonio di vigilanza per salvaguardarsi dai rischi di perdite.

L'introduzione di questi più stringenti criteri, combinata con gli effetti dei due periodi di recessione che hanno colpito l'Italia in questi ultimi anni, hanno fatto sentire pesantemente i loro effetti sulle piccole e medie imprese.

Le PMI italiane, come già illustrato nei precedenti paragrafi, presentano non solo debolezze strutturali, come l'eccessivo indebitamento e la conseguente sottocapitalizzazione, ma in più, a causa della crisi, hanno subito le politiche di restrizione creditizia intraprese dalle banche, che hanno posto un freno alla loro crescita e alla capacità di finanziare progetti di sviluppo a medio e lungo termine.

Negli anni della crisi finanziaria, infatti, anche per l'assenza ormai acclarata degli istituti di credito specializzati nel medio e lungo termine, tale tipologia di finanziamento è in alcuni periodi addirittura scomparsa soprattutto per le PMI cui le forme tipiche di finanziamento degli investimenti venivano rifiutate oppure offerte a condizioni assolutamente impraticabili.

Inoltre la maggiore attenzione al rischio di credito da parte del sistema bancario, seguita all'introduzione dei sistemi di rating standardizzati o interni, ha fatto sì che molte tra le piccole e medie imprese venissero classificate come posizioni creditorie

particolarmente rischiose alle quali assegnare ponderazioni sensibilmente elevate, che incidevano pesantemente sul patrimonio di vigilanza della banca¹⁵.

Il rischio di credito particolarmente elevato unito con le incerte prospettive dell'andamento dell'economia in generale e della singola PMI richiedente, hanno reso estremamente difficile ottenere adeguati finanziamenti a medio e lungo termine essenziali per il loro sviluppo.

Le banche, infatti, piuttosto che effettuare impieghi a medio e lungo termine particolarmente rischiosi, difficilmente liquidabili e dal rientro dilazionato dall'ammortamento dei prestiti, hanno preferito rifiutare o comunque limitare le operazioni a medio e lungo termine, concentrandosi piuttosto su operazioni di prestito di breve durata e a revoca, meno rischiose e più facilmente liquidabili.

L'accordo di Basilea III fa sorgere il timore che tali disposizioni si traducano in un minore sostegno del settore bancario alla crescita delle PMI, le quali hanno minori possibilità di accesso a forme di finanziamento alternative a quelle bancarie.

Per far fronte al generale fenomeno del credit crunch, e in particolare ai suoi effetti sulle forme di finanziamento a lunga durata, le grandi imprese quotate in borsa hanno potuto ricorrere alle emissioni obbligazionarie, soluzione che non era invece consentita alle PMI a causa dei vincoli normativi esistenti.

Le conseguenze di questa situazione fin qui descritta, destinate tra l'altro a rimanere nel tempo per il mutato quadro regolamentare, hanno indotto le autorità europee e italiane in particolare a ipotizzare una serie di misure rivolte a far ripartire l'economia europea ed italiana soprattutto le piccole e medie imprese, definite motore dell'economia europea, e, per quanto qui ci interessa, a sviluppare la loro capacità di accedere a forme di finanziamento non bancario e migliorare la loro capacità di capitalizzarsi.

In quest'ottica i governi italiani che si sono susseguiti in questi ultimi anni hanno intrapreso un percorso normativo volto ad agevolare, da parte delle PMI, l'emissione di forme di finanziamento non bancario.

¹⁵ Cfr. P. PENZA, Basilea III e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2, Speciale Basilea III, Bancaria n. 11/2011

2. L'introduzione dei Minibond: quadro normativo e definizione dello "strumento finanziario"

2.1 Il processo di introduzione dei Minibond

2.1.1 I limiti derivanti dalla precedente disciplina

Prima dell' introduzione dei Minibond esistevano una serie di limitazioni giuridiche, di tipo civilistico e fiscale che, tra le altre, ostacolavano, come si è visto nel paragrafo precedente, l' emissione di obbligazioni da parte delle PMI.

Dal punto di vista civilistico, in tema di società per azioni, l' art. 2412 del c.c. prevedeva i seguenti stringenti limiti quantitativi all' emissione di obbligazioni:

- Comma 1 : *“ la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato(...)”*
- Comma 2 : *“ il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (...)”*
- Comma 3 : *“Non è soggetta del limite di cui al primo comma (...) l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società (...)”*
- Comma 5 : *“ il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati”*

In tema di società a responsabilità limitata l'art. 2483 denominato “ emissione di titoli di debito”, introdotto con la riforma del diritto societario del 2003, stabiliva:

- Comma 1: “ *se l’atto costitutivo lo prevede la società può emettere titoli di debito (...)*”
- Comma 2: “ *i titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (...)*”

Dal punto di vista fiscale esistevano due principali limitazioni, una inerente la società emittente, ed un’ altra relativa ai sottoscrittori dei titoli obbligazionari.

In relazione ad entrambi gli aspetti esisteva un duplice regime, costituito da una disciplina agevolata riguardante i cosiddetti “ grandi emittenti” ed da un’ altra riguardante tutti gli altri tipi di emittenti:

1) Fiscalità dell’ impresa emittente: deducibilità degli interessi passivi

a.1) Banche, S.p.a. quotate, enti pubblici trasformati in S.p.a. : tali soggetti potevano dedurre gli interessi in base al regime di deducibilità ordinaria previsto dall’art. 96 del TUIR.

a.2) Tutti gli altri emittenti: gli interessi passivi corrisposti per le obbligazioni e gli altri titoli simili emessi da questi soggetti erano sottoposti al più stringente regime di parziale indeducibilità previsto dall’ art. 3, comma 115 della legge 549/95 (Legge Prodi).

2) Fiscalità per il soggetto sottoscrittore : tassazione degli interessi attivi

b.1) Banche, S.p.a. quotate, enti pubblici trasformati in S.p.a. : gli interessi attivi percepiti dai sottoscrittori delle obbligazioni emesse da tali soggette erano sottoposti al regime di imposizione sostitutiva previsto D. lgs. N. 239/96.

b.2) Tutti gli altri emittenti: gli interessi attivi percepiti dai sottoscrittori delle obbligazioni emesse da tali soggetti erano sottoposti alla ordinaria ritenuta con obbligo di rivalsa prevista dall’ art. 26 comma 1 del DPR 660/73

Un ulteriore svantaggio derivante dalla normativa previgente era inoltre costituito dall’ imposizione sostitutiva dello 0,25% che gli art. 15 e ss. del DPR 601/73 prevedevano esclusivamente per i finanziamenti a medio e lungo termine di matrice bancaria e non anche per l’emissione delle obbligazioni e di titoli simili, che scontavano, al contrario, un’ imposizione indiretta ben più penalizzante.

In conclusione, al di là delle motivazioni di tipo economico - finanziario e dello scenario macroeconomico generale descritto al capitolo precedente, è evidente che tale quadro normativo ha costituito negli anni un serio ostacolo alla possibilità per le PMI di finanziarsi con le obbligazioni e altri titoli simili.

In sintesi, da una parte i cosiddetti grandi emittenti non incontravano barriere quantitative di tipo civilistico e i loro titoli obbligazionari producevano interessi che, dal lato passivo, non incorrevano in punitivi limiti di deducibilità, mentre dal lato attivo non subivano la penalizzazione della ritenuta per i sottoscrittori; dall'altra tutte le altre imprese, e quindi anche le PMI, subivano la limitazione civilistica delle loro emissioni, gli interessi dei loro titoli incorrevano in più severi limiti di deducibilità e subivano la penalizzazione della ritenuta per i loro sottoscrittori¹⁶.

Inoltre tale serie di normative, soprattutto quelle in ambito fiscale, scoraggiavano il ricorso delle PMI allo strumento obbligazionario in favore dei finanziamenti bancari che, al contrario, erano maggiormente incentivati: basti pensare all'imposta sostitutiva dello 0,25% prevista solo per i finanziamenti a medio e lungo termine bancari e al più favorevole regime di deducibilità degli interessi passivi pagati alle banche rispetto all'oneroso regime previsto per le emissioni obbligazionarie (L. 549/95).

2.1.2 Il processo legislativo dell'introduzione dei Minibond

Sotto lo stimolo della lunga crisi iniziata nel 2008 la UE ha intensificato la sua azione rivolta allo sviluppo e alla crescita delle PMI, definite "motori dell'economia europea", inoltrando ai governi una serie di raccomandazioni rivolte a tale obiettivo e, in particolare, – per quanto qui ci interessa – ad agevolare queste imprese nel poter ottenere finanziamenti alternativi al credito bancario¹⁷.

In Italia il governo, anche sotto tali influenze, ha emanato una serie di provvedimenti rivolti a favorire la crescita, lo sviluppo, la competitività e il rilancio in generale dell'economia italiana, nell'ambito dei quali ha, tra l'altro, adottato una serie di misure

¹⁶ Cfr. G. MERCANTI, Regime fiscale dei Minibond: ritenute, imposte sostitutive e deducibilità, Relazione al convegno " Il finanziamento all'impresa tramite l'emissione di Minibond", Verona 26 Gennaio 2015 ed anche L. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l. : il bilancio dei primi dieci anni, le Società, 12/2013, pagg. 1317 e ss.

¹⁷ Vedi soprattutto COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE " Think small first: A Small Business Act for Europe", 30 Settembre 2008 e anche COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE " Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle piccole e medie imprese ai finanziamenti" , 7 Dicembre 2011

volte a superare il bancocentrismo, tipico soprattutto delle PMI, favorendo e incentivando il ricorso, da parte di queste ultime, a forme di finanziamento non bancario: nell'ambito di tali misure è stata realizzata anche l'introduzione dei cosiddetti Minibond, secondo un procedimento legislativo che di seguito viene sintetizzato.

1. DL 2/06/2012 n. 83 “Misure urgenti per la crescita del paese” e relativa legge di conversione L. 7/08/2012 n.134 – DL 18/10/2012 n. 179 “ Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese” e relativa legge di conversione L. 17/12/2012 n. 221

Con l'art. 32 del decreto n. 83 “strumenti di finanziamento per le imprese” e le integrazioni allo stesso apportate con l' art. 36, 3° comma, del successivo decreto n. 179 nonché con le relative leggi di conversione, nel secondo semestre del 2012 si sono gettate le basi per il rilancio dello strumento obbligazionario nel finanziamento delle imprese ed in particolare per la nascita dei cosiddetti “Minibond” emessi dalle PMI.

Dal punto di vista civilistico, i suddetti provvedimenti, oltre ad ampliare le possibilità di emissione delle cambiali finanziarie e a disciplinare l' emissione da parte di società non quotate di obbligazioni e titoli simili di tipo partecipativo e/o subordinato, hanno determinato un sensibile ampliamento delle possibilità di emettere obbligazioni in deroga ai limiti quantitativi previsti, per le società per azioni, dall' art. 2412 del c.c.

Infatti, con il comma 26, art. 32, del decreto 83 si sostituisce il comma 5 dell' art. 2412, estendendo le esenzioni dal limite di emissione delle obbligazioni: “ *il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione 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*”.

Con i commi 8 e 9 del medesimo art. 32 vengono rimossi buona parte dei limiti derivanti dalla legislazione fiscale precedentemente illustrata.

Il comma 8 estende la deducibilità ordinaria degli interessi passivi sui titoli obbligazionari (disapplicando quindi il più restrittivo regime della legge 549/1995) anche alle obbligazioni, cambiali finanziarie e titoli di debito simili emesse da società non quotate a condizione che : a) i suddetti titoli siano negoziati in mercati

regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero b) i titoli, anche non negoziati, siano tuttavia 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.

Con il comma 9 viene estesa l' imposizione sostitutiva del DL 239/96 anche agli interessi delle obbligazioni, cambiali finanziarie e titoli simili emessi da Spa con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione e da società non quotate i cui titoli di debito siano negoziati nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Infine il comma 13 stabilisce la deducibilità delle spese di emissione delle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili nell'esercizio in cui sono sostenute e indipendentemente dal criterio di imputazione in bilancio.

L' intento del legislatore con questi provvedimenti è stato di ridurre le pregresse disparità esistenti nella disciplina civilistica e fiscale tra società con azioni quotate e società non quotate, con il fine di rendere possibile anche per queste ultime l' emissione di strumenti di debito da destinarsi ai mercati domestici ed internazionali¹⁸.

2. DL 23/12/2013 n. 145 “Piano Destinazione Italia” e relativa legge di conversione L. 21/02/2014 n. 9

Il presente provvedimento con l' art. 12 “Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa” introduce le seguenti importanti novità normative:

- a) Privilegio Bancario: Estensione anche all'emissione di obbligazioni e titoli simili, la cui sottoscrizione e circolazione è riservata ad investitori qualificati, della garanzia sui beni mobili destinati all'esercizio dell' impresa prevista dall'art. 46 del TUB.
- b) Imposta sostitutiva: Estensione dell'applicabilità dell'imposta sostitutiva di cui all' art. 15 e ss. del DPR 601/73 alle garanzie prestate in relazione ad operazioni di finanziamento strutturate come emissione di obbligazioni o di

¹⁸ Per un più completo esame di questi importanti provvedimenti cfr. ASSONIME “Le innovazioni sulla finanza di impresa : cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative” Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013 ed anche AGENZIA DELLE ENTRATE, Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013.

titoli similari, nonché ad una serie di operazioni accessorie a tale tipo di finanziamenti e garanzie.

Queste due misure sono rivolte alla riduzione dei costi fiscali per l'assunzione di finanziamenti e prestiti obbligazionari nonché a facilitare l'emissione di titoli obbligazionari garantiti, rimuovendo, su questi due aspetti, le differenze con la disciplina dei finanziamenti bancari.

- c) Esenzione da ritenuta sugli interessi sui Minibond: secondo il comma 5 dell'art. 12 di tale decreto la ritenuta di cui all'art. 26 del DPR 600/73 non si applica agli interessi delle obbligazioni e titoli similari corrisposti ad organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni e titoli similari.
- d) Investimenti compagnie di assicurazione: è stata espressamente sancita la compatibilità con le norme in materia di investimenti in attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione, i quali possono investire in nuove tipologie di strumenti finanziari anche se questi ultimi non sono destinati ad essere negoziati in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione, e anche se sono privi di valutazione del merito di credito.

Le tipologie di strumenti ammesse sono obbligazioni, cambiali finanziarie e titoli similari, quote di fondi di investimento che investono nei suddetti strumenti finanziari, nonché titoli rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto gli stessi strumenti.

- e) Fondo di Garanzia: da ultimo il comma 6-bis introdotto dalla legge di conversione ha previsto che la garanzia del fondo di cui all' art. 2 comma 100 lettera a) della Legge 23/12/1996 n. 662 può essere concessa anche a favore di società di gestione del risparmio (SGR) che sottoscrivano obbligazioni e titoli similari emesse da PMI; tale garanzia può essere concessa sia a fronte di singole operazioni di sottoscrizione sia di portafogli di operazioni.

Il decreto ha inoltre apportato una serie di modifiche che estendono l'ambito di applicazione della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni, allo scopo renderne possibile l'applicazione anche ad operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante la sottoscrizione e l'acquisto di obbligazioni e titoli similari, in un' ottica di

ampliamento delle opportunità di finanziamento non bancario per le imprese non quotate, la quale dovrebbe favorire la creazione di nuovi veicoli di investimento in bond.

3. DL 24/06/2014 n. 91 “ Decreto Crescita e Competitività” e relativa legge di conversione L. 11/08/2014 n.116

All’art. 21 “ Misure a favore delle emissioni di obbligazioni societarie” si estende l’imposta sostitutiva di cui al DL 239/96 anche ai proventi di obbligazioni e titoli simili non quotate emesse da società non quotate e detenute da investitori qualificati; tale norma mira ad eliminare le incongruenze normative che penalizzano le operazioni cosiddette di private placement, molto diffuse sui mercati internazionali, che consentono la provvista a favore delle PMI anche da parte di soggetti finanziatori che investono unicamente in strumenti finanziari negoziabili.

L’ art. 22 “Misure a favore del credito alle imprese” ha ampliato anche ad investitori esteri situati in Stati membri della UE l’applicazione del regime di esenzione da ritenuta alla fonte sugli interessi, riservato precedentemente soltanto ai soggetti residenti in Italia; è stata anche estesa la possibilità di fruire del regime sostitutivo delle imposte sui finanziamenti a medio e lungo termine.

In base a tale articolo, inoltre, è stata accordata alla SACE, alle imprese di assicurazione e alle società di cartolarizzazione l’opportunità di svolgere anche in proprio l’attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma a favore delle imprese; le prime quindi possono erogare prestiti alle seconde in forma diretta, sia pure tramite l’intervento di una banca o di un intermediario finanziario.

Con questi quattro provvedimenti il quadro generale relativo all’ introduzione dei Minibond può dirsi sostanzialmente completato; dal 2014 ad oggi si sono succeduti, tuttavia, ulteriori decreti e regolamenti di attuazione¹⁹ delle previsioni contenute nelle norme qui esposte e continua lo studio di altre evoluzioni legislative in merito ad

¹⁹ Vedi ad esempio DM del MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO 5/06/2014 relativo all’estensione degli interventi del Fondo di Garanzia per le PMI alle operazioni di sottoscrizione di obbligazioni o titoli simili emessi da piccole e medie imprese e anche DM del MINISTERO DELL’ECONOMIA E DELLE FINANZE 19/06/2015 relativo al credito di imposta per gli enti di previdenza obbligatoria e complementare derivante dai loro investimenti finanziari a medio e lungo termine

aspetti più specifici della normativa, soprattutto per quanto attiene allo sviluppo del mercato.

Dall' esame dei provvedimenti qui definiti, si può comprendere come le finalità con cui si sono mossi i governi siano duplici: da un lato rimuovere i vincoli civilistici e fiscali che impedivano alle PMI di emettere obbligazioni e titoli simili, dall' altro creare un mercato per tali titoli, autorizzando varie categorie di investitori professionali a sottoscriverli, e incentivandoli in vario modo affinché trovassero conveniente acquisirli e detenerli.

Dagli ultimi mesi del 2012 le PMI hanno iniziato ad emettere Minibond e nel febbraio del 2013 la Borsa Italiana ha istituito il segmento di mercato ExtraMOT Pro in cui è possibile quotare tali strumenti.

2.2 Il quadro normativo attuale : gli aspetti civilistici

Il nuovo testo del 5° comma dell' art. 2412 ha ampliato a dismisura le possibilità per le Società per Azioni di emettere titoli obbligazionari superando i limiti quantitativi fissati dai primi due commi dello stesso articolo.

Innanzitutto non è più richiesto che la società emittente i titoli obbligazionari sia una società quotata (con azioni quotate) in mercati regolamentati.

L' unico requisito richiesto attualmente dal codice civile perché un' emissione obbligazionaria di una Spa – quotata o non quotata - possa superare i limiti dei primi due commi è che si tratti, alternativamente, di emissione di obbligazioni :

- destinate ad essere quotate in mercati regolamentati;
- destinate ad essere quotate in sistemi multilaterali di negoziazione;
- che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

Allo stato attuale perciò, tra le opportunità offerte dal nuovo 5° comma e quelle già previste dalla sottoscrizione da parte di investitori professionali di cui al 2° comma, le possibilità per le Spa, ed in particolare per le PMI, di emettere obbligazioni per importi rilevanti si sono notevolmente ampliate, considerati anche gli incentivi, civilistici e fiscali, introdotti per favorire la sottoscrizione di obbligazioni e Minibond da parte di alcune categorie di investitori professionali.

Per quanto riguarda le Società a Responsabilità Limitata, nulla è cambiato nella normativa del codice civile; già il testo dell' articolo 2483, introdotto con la riforma

del diritto societario del 2003, non poneva alcun limite quantitativo alla possibilità di emettere titoli di debito, se non gli eventuali limiti stabiliti nell'atto costitutivo.

I titoli di debito emessi dalle Srl possono attualmente essere quotati sul segmento ExtraMOT Pro e possono essere sottoscritti solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale i quali, in caso di successiva rivendita dei titoli ad acquirenti "non professionali", rispondono nei confronti degli acquirenti della solvenza della società emittente.

I provvedimenti legislativi del periodo 2012 – 2014 precedentemente illustrati hanno peraltro rimosso buona parte degli ostacoli di tipo soprattutto fiscale che rendevano l'emissione di titoli di debito da parte delle Srl assolutamente non conveniente rispetto al credito bancario, sia per i sottoscrittori, sia per le società emittenti.

Il rinvio operato dall'art. 2526 del c.c. alla disciplina prevista per la società per azioni e per la società a responsabilità estendono anche alle società cooperative e alle mutue assicuratrici la possibilità di emettere titoli di debito.

Infine, sempre in tema di attuale normativa civilistica, si ricorda la possibilità delle nuove garanzie previste a supporto delle emissioni di obbligazioni da parte delle PMI quali il Privilegio Speciale sui beni mobili dell'impresa o l'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI.

2.3 Il quadro normativo attuale : gli aspetti fiscali

Dal punto di vista fiscale i provvedimenti normativi che si sono succeduti nel tempo hanno inteso equiparare il trattamento fiscale delle obbligazioni e dei titoli similari emessi dalle PMI, e più in generale dalle società non quotate, a quello più vantaggioso previsto per i cosiddetti grandi emittenti (banche, società quotate ed enti pubblici trasformati).

Nel contempo si è raggiunto il risultato di avvicinare il trattamento dei titoli obbligazionari delle PMI a quello riservato ai finanziamenti a medio e lungo termine erogati dalle banche, eliminando così una serie di cause che rendevano più conveniente, sia per gli emittenti che per i sottoscrittori, il ricorso al tradizionale canale bancario piuttosto che all'emissione di titoli di debito.

Considerando i provvedimenti emessi a tutt'oggi ne risulta il seguente quadro normativo:

- Fiscalità dell' impresa emittente: il duplice regime che regolava la deducibilità degli interessi passivi per l'impresa emittente i titoli di debito, progressivamente ridotto nella sua applicazione dai provvedimenti che si sono succeduti, è infine venuto del tutto meno a seguito del D.lgs. 14/09/2015 n. 147 "Disposizioni recanti misure per la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese" che all' art. 4, comma 2 e 3, ha abrogato il più penalizzante regime di deducibilità previsto dalla legge n. 549/95.

Attualmente quindi si applica alle imprese diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari, l' unico regime di deducibilità degli interessi passivi previsto dai primi commi dell' art. 96 del TUIR

Per quanto riguarda le spese di emissione queste sono deducibili, in base al principio di cassa, interamente nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione in bilancio.

- Fiscalità per i sottoscrittori: il regime di imposizione sostitutiva originariamente previsto per i soli grandi emittenti dal D. Lgs. 239/96, è stato progressivamente esteso anche ad obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie emesse da:
 - a. Società per azioni con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati UE e degli Stati SEE inclusi nella White list;
 - b. Società con azioni non quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione purché i titoli obbligazionari siano invece negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Stati UE o SEE inclusi nella White list;
 - c. Società con azioni non quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione con titoli obbligazionari non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Stati UE o SEE inclusi nella White list purché tali titoli di debito siano esclusivamente detenuti da uno o più investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del TUF²⁰ (D. Lgs. n. 58 del 1998).

²⁰ Con un complesso gioco di rimandi, i Regolamenti Consob per gli Emittenti e per gli Intermediari identificano "gli investitori qualificati" con i "clienti professionali privati" elencati nell' Allegato 3 al Regolamento Intermediari (Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007) e principalmente :

La ritenuta ordinaria non si applica, a determinate condizioni, ai proventi corrisposti a tutti gli OICR²¹ istituiti in Italia o in uno Stato UE nonché a quelli corrisposti a società per la cartolarizzazione dei crediti di cui alla legge 30 aprile 1999, n. 130.

- Altre imposte indirette: l'imposta sostitutiva per le operazioni di finanziamento a medio e lungo termine, a seguito del Decreto Destinazione Italia, è stata estesa anche ai finanziamenti di matrice obbligazionaria, ricomprendendo quindi anche i Minibond, e si applica in luogo delle imposte (di registro, di bollo, ipotecarie e catastali) che graverebbero sulle garanzie, anche ipotecarie, prestate in relazione all'emissione e su una serie di operazioni accessorie delle garanzie e del finanziamento.

L'aliquota ordinaria dell'imposta sostitutiva è quindi pari allo 0,25% e, in caso di emissione obbligazionaria, la base imponibile è pari all'ammontare delle obbligazioni collocate.

In conclusione, grazie a questi interventi, le PMI possono oggi emettere titoli sul mercato obbligazionario, i cosiddetti "Minibond", alle medesime condizioni delle società quotate in Borsa.

2.4 Definizione e delimitazione del concetto di Minibond

In conclusione di questa esposizione in termini civilistici e fiscali riguardo alla nuova disciplina delle obbligazioni delle PMI, è necessario definire il concetto di "Minibond", che si trova ormai citato anche in una serie di regolamenti e provvedimenti, con lo scopo di delimitarne l'ampiezza ai fini della nostra trattazione. Risulta evidente che tutti i provvedimenti legislativi esaminati non hanno introdotto un nuovo strumento finanziario "Minibond", bensì hanno rivitalizzato strumenti di debito come le obbligazioni, le cambiali finanziarie e i titoli similari, già esistenti e di

banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, OICR e società di gestione di tali organismi (SGR), fondi pensione e società di gestione di tali fondi, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, altri investitori istituzionali e alcune imprese di grandi dimensioni.

I Regolamenti Consob finiscono in pratica per equiparare gli "investitori qualificati" previsti dalla normativa fiscale con gli "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale" indicati dalla normativa civilistica agli art. 2412 e 2483

²¹ Il Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria (D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998) all' art. 1 definisce gli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) identificandoli con i fondi comuni (OICR aventi forma contrattuale) e le Sicav (OICR aventi forma statutaria).

fatto scarsamente utilizzate in particolar modo da parte delle PMI, rimuovendo gli ostacoli e i limiti che in passato ne avevano penalizzato lo sviluppo e la diffusione²². Di conseguenza quando si parla di “Minibond” ci si riferisce alle obbligazioni e cambiali finanziarie emesse da società non quotate ed in particolare da piccole e medie imprese nel rispetto e nei limiti della normativa attuale, appositamente introdotta per favorire l’utilizzo di tali strumenti finanziari alternativi al credito bancario da parte di questa tipologia di imprese.

Gli aspetti fondamentali che contraddistinguono in particolare i Minibond sono quindi i seguenti:

- Si tratta in definitiva di una delle forme di obbligazioni previste dall’ordinamento italiano.
- Sono obbligazioni emesse da società non quotate e in particolare da PMI come definite dalla Raccomandazione CE/361/2003 e dalla conseguente normativa italiana, con esclusione delle banche e delle microimprese.
- Per lo più vengono quotate nel segmento professionale ExtraMOT Pro di Borsa Italiana o analogo sistema multilaterale di negoziazione di un altro Paese UE, oppure sottoscritti e detenuti da investitori professionali qualificati.

In relazione a quest’ultimo punto si deve tuttavia precisare che esistono titoli obbligazionari definibili Minibond, emessi da PMI, che non sono tuttavia quotati presso il segmento ExtraMOT Pro, in quanto possono essere negoziati anche in altri segmenti oppure non essere quotati affatto ma detenuti da investitori qualificati.

Al contrario, ci sono titoli negoziati all’ ExtraMOT Pro che non sono definibili Minibond perché sono ad esempio cambiali finanziarie o titoli emessi da grandi imprese.

In definitiva la quotazione presso il segmento ExtraMOT Pro non è una condizione necessaria né sufficiente a definire un’ obbligazione come “Minibond”.

Poiché la mia trattazione si focalizza sul ruolo dei Minibond quali strumenti di finanziamento a medio e lungo termine, alternativi al credito bancario, concentrerò

²² Cfr A. GERMANI, F. MARIOTTI, I Minibond quale strumento per il finanziamento delle PMI: profili civiltà e fiscali, www.gdctax.it/it/pubblicazioni, 1/07/2015 ed anche P. CARRIERE, I Minibond e le nuove obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico, *Le Società*, n. 2/2014 pag. 183 e ss.

maggiormente l'attenzione sulle emissioni delle PMI, nonostante sul mercato ExtraMOT Pro vengano negoziate anche emissioni di grandi imprese.

3. L'operazione di emissione dei Minibond: il procedimento e i soggetti coinvolti

3.1 La decisione di emissione e la verifica dei requisiti: il ruolo dell' advisor

Per un'impresa di minori dimensioni, che abbia un fabbisogno finanziario di medio e lungo termine necessario a finanziare i suoi progetti di crescita e sviluppo, le modifiche alle norme viste nei capitoli precedenti aprono diverse alternative al tradizionale canale bancario.

I percorsi che possono essere perseguiti per reperire nuovi capitali di terzi sono infatti riconducibili ai seguenti:

- Emissione di un prestito obbligazionario come i Minibond
- Ingresso di un fondo di Private Equity
- Quotazione in Borsa, in particolare all'AIM)

Queste tre opzioni soddisfano generalmente esigenze diverse, ma talvolta possono essere intraprese in parallelo o anche in successione tra loro, in particolare il Minibond implica una durata limitata dell'operazione (3-7 anni), con successivo rimborso, il pagamento periodico di una cedola, un incremento della leva finanziaria e nessuna variazione nella compagine sociale.

Il fondo di private equity comporta una durata dell'investimento limitata (mediamente quattro anni) seguita dall'uscita del fondo, un aumento del capitale riservato, con conseguente ingresso nella compagine sociale del fondo e quindi l'apporto di competenze finanziarie, organizzative e strategiche, ma con un impatto significativo sulla governance.

Da ultimo la quotazione in Borsa implica una durata dell'investimento indeterminata, un'apertura del capitale sociale al pubblico (di norma con flottante mediamente inferiore al 30%) mediante un'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione, e garantisce da una parte un impatto limitato sulla governance e dall'altro un massimo livello di trasparenza grazie agli obblighi informativi che ne derivano.

Una PMI di fronte a queste opzioni, al fine di scegliere il percorso ottimale per la sua situazione, si rivolge spesso ad un advisor finanziario, che affianchi l'imprenditore o i soci nell'identificare la scelta più opportuna da intraprendere.

Quando è un'impresa di minori dimensioni che si trova a dover compiere un passo che comporta in ogni caso un'apertura al mercato, la scelta ricade per lo più sull'emissione obbligazionaria, la quale comporta inizialmente una minore esposizione al mercato, un impatto più lieve sulla governance aziendale e nessuna variazione nella compagine sociale.

I Minibond consentono comunque, rispetto al canale bancario, una minore dipendenza da quest'ultimo, una disponibilità di risorse finanziarie a medio e lungo termine per importi rilevanti che un singolo istituto erogherebbe con difficoltà ad un'unica controparte, una struttura delle eventuali garanzie meno complessa e più snella, grande visibilità sul mercato finanziario attraverso l'eventuale quotazione dello strumento.

In particolare per quanto riguarda i finanziamenti bancari a medio e lungo termine, le principali differenze si possono così sintetizzare :

Prestito Bancario Medio Termine	vs	Minibond
Non quotati		Quotabili su ExtraMOT pro di Borsa Italiana
Duration media 2/5 anni		Duration media 5/7 anni
Rimborso tipicamente tramite piano di ammortamento		Rimborso totale a scadenza (bullet) o tramite piano di ammortamento
Frequente presenza di garanzie		Solitamente senza garanzie ma con presenza di covenant
Cedola tipicamente a tasso variabile		Cedola tipicamente a tasso fisso
Solitamente non sottoposti a rating pubblico		Rating pubblico o Rating privato (investment grade)

Fonte: ADB Analisi dati Borsa – Minibond

Pur essendo un primo step di ingresso nei mercati finanziari, l'emissione di Minibond comporta comunque una crescita culturale ed un'evoluzione organizzativa, e l'eventuale quotazione del titolo obbligazionario può risultare spesso propedeutica all'ingresso nel settore del private equity e a future operazioni di IPO.

Una volta che l'impresa abbia deciso, insieme con l'advisor finanziario, di emettere un prestito obbligazionario, quest'ultimo affiancherà l'impresa sia nella fase preliminare che nelle diverse fasi che costituiscono il percorso verso l'emissione.

Il procedimento che porta infatti al collocamento del titolo si suddivide in diverse fasi tra cui, una preliminare ed altre di esecuzione: queste ultime spesso non hanno dei confini ben delineati e quindi oltre a susseguirsi spesso si sovrappongono, ed alcune possono essere solo eventuali.

Tali fasi sono:

1. Valutazione preliminare della sussistenza dei requisiti minimi per l'emissione di Minibond
2. Valutazione dei requisiti quantitativi e qualitativi della società emittente
3. Redazione di un piano economico – finanziario (Business Plan)
4. Strutturazione del prestito obbligazionario e redazione dell' Information Memorandum
5. Ricerca degli investitori ed emissione e collocamento

In linea di massima e per le esperienze fin qui realizzate, l'intero processo dura dai 3 ai 6 mesi, a seconda delle difficoltà riscontrate durante l'emissione.

Nell'ambito di questo processo ruolo fondamentale è quello dell'advisor, che è una figura dotata di ampie competenze, sia tecniche che specialistiche, che supporta la società in tutte le fasi del complesso procedimento.

Come già rilevato, una delle prime attività da svolgere è la verifica dell'esistenza dei requisiti minimi previsti: la forma giuridica della società emittente, che può essere una società di capitali, cooperative e mutue assicuratrici, con esclusione delle microimprese e delle banche, e che si trovi in una situazione di good standing, vale a dire che non sia parte di procedure concorsuali in corso o in procinto di essere dichiarate.

Tale importante requisito viene accertato da parte dell'advisor tramite la richiesta e la visione del certificato di solvenza (rilasciato dal legale rappresentante della società) del certificato di vigenza della camera di commercio e del certificato rilasciato dalla sezione fallimentare del tribunale: tali certificati aggiornati verranno rilasciati anche ai sottoscrittori del prestito al momento del collocamento.

Nell'ambito dei requisiti minimi per un'operazione che comunque comporta un'apertura al mercato, risulta importante il grado di trasparenza che la società è disposta ad offrire: la disponibilità di un bilancio certificato e di un rating, benché non espressamente richiesti dalla normativa, sono sempre apprezzati dagli investitori, se non ritenuti fondamentali.

Ultimata questa prima verifica, l'advisor procede ad una valutazione degli elementi quantitativi e qualitativi della società emittente e alla redazione di un piano economico e finanziario.

Nel corso di tale valutazione l'advisor, interagendo con la società, analizza una serie di ratios che indicano la solidità finanziaria e la capacità reddituale della società, procede poi alla redazione di un piano economico – finanziario (Business Plan) relativo al progetto di sviluppo, e inizia a predisporre un information memorandum.²³

In base ai risultati di questa analisi determina l'entità approssimativa del fabbisogno finanziario necessario per la realizzazione del piano, che costituirà l'importo dell'emissione dei Minibond e individua le caratteristiche di massima dell'obbligazione.

Nel corso dell'analisi l'advisor verifica che i principali ratios dell'impresa siano ricompresi nell'ambito di determinati parametri come ad esempio un EBITDA non negativo e un rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto inferiore a tre²⁴.

L'advisor verifica anche che la società abbia flussi di cassa prospettici positivi e in grado di far fronte agli impegni del prestito e buone performance reddituali; sulla base di questi elementi, l'advisor redige un piano economico e finanziario da cui emerge la redditività del progetto di sviluppo e la sua capacità di sostenere l'emissione dei Minibond.

Per quanto riguarda gli elementi qualitativi l'advisor analizza le informazioni sulla governance e la struttura organizzativa, l'esperienza del management nella gestione degli eventi straordinari, il posizionamento della società nel suo mercato di riferimento, nonché le strategie di medio e lungo termine dell'impresa.

Inizia infine a predisporre l'information memorandum, un documento dove sono indicati i principali dati e le informazioni della società emittente, che verrà utilizzato per presentare la società ai potenziali sottoscrittori dei Minibond.

²³Cfr. A. MEIANI, L. RIZZI, D. SABATINI “Guida ai Minibond: strumenti innovativi per la finanza delle PMI”, Bancaria editrice, 2015, pag 67.

²⁴ Per un' analisi più dettagliata della debt capacity nell'ambito delle decisioni di finanza vedi C. ARLOTTA ed altri “La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa”, pag. 231 e ss.

Le ulteriori attività svolte dall' advisor, in questa fase, sono l'assistenza all'agenzia di rating, anche insieme all'emittente, nel caso in cui l'impresa abbia deciso di dotarsi di un rating per la sua emissione, nonché lo svolgimento degli adempimenti normativi e regolamentari necessari per il collocamento, con l'eventuale assistenza, già in questa fase, dell' advisor legale.

Tra gli adempimenti normativi e regolamentari quello di primaria importanza è l'analisi dello statuto, al fine di verificare la possibilità di emissione dei Minibond, eventualmente modificando lo stesso, qualora l' emissione non sia consentita, con una delibera dell'organo societario competente; infatti per le società a responsabilità limitata, l'emissione di titoli di debito è consentita soltanto se prevista dallo statuto sociale.

Segue la delibera per l'emissione dei Minibond e per la sua eventuale quotazione sul mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione: infine la società che emette Minibond deve istituire il libro delle obbligazioni, se è una Spa o il registro dell'emittente se è una Srl.

Nella successiva fase del procedimento l'advisor collabora strettamente con l'advisor legale e con l'arranger nella strutturazione del prestito e nel collocamento dello stesso presso gli investitori.

Potenzialmente i consulenti che svolgono sul mercato l'attività di advising anche nel settore dei Minibond sono molti, e la progressiva diffusione della conoscenza dello strumento ha ulteriormente portato ad un ampliamento di tali figure professionali.²⁵

3.2 La strutturazione dell'emissione. L'arranger e gli aspetti legali

L'arranger è la figura che si occupa principalmente della strutturazione del prestito e del successivo collocamento presso il mercato: dopo aver ipotizzato una prima strutturazione del prestito, in collaborazione con l'advisor e la società emittente, si occupa di reperire i potenziali investitori, presentando l'opportunità di investimento documentata dall'information memorandum, e sonda il terreno per verificare il gradimento dell'operazione.

²⁵ Per un elenco non esaustivo vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 52

In questa fase, che avviene successivamente a quella preliminare, l'arranger si occupa, sempre cooperando con l'advisor, ed eventualmente anche con la società incaricata del rating, della due diligence dell'emittente.

Questo momento del processo di emissione dei Minibond è il più complesso e delicato, perché intervengono numerosi soggetti: l'arranger inoltre arriva alla fase di strutturazione del prestito dopo una serie di consultazioni con i potenziali investitori, tramite le quali ottiene le loro manifestazioni di interesse e concorda gli aspetti particolareggiati della strutturazione dell'operazione intermediando tra le esigenze degli investitori e quelle dell'emittente.

Nell'attuale situazione del mercato advisor e/o arranger hanno già rapporti privilegiati e funzionali con una serie di investitori di riferimento ai quali proporre l'opportunità delle operazioni, come nel caso di fondi di investimento istituiti dalle banche arranger oppure, al contrario, di società di advising promosse da fondi di investimento; come si vedrà in seguito esistono oramai diversi fondi chiusi specializzati nella sottoscrizione di Minibond.

Gli aspetti che sono oggetto delle consultazioni sono nello specifico, il tasso di interesse che l'azienda dovrebbe riconoscere a fronte del rischio assunto con la sottoscrizione, la periodicità della cedola, tempi e modalità del rimborso del prestito, nonché le altre caratteristiche di rilievo.

Successivamente le manifestazioni di interesse degli investitori vengono confermate e si perviene così alla definizione dell'ammontare del Minibond collocabile presso ciascun investitore che aderirà all'operazione.

Contemporaneamente alle attività svolte dall'arranger si verifica normalmente l'intervento dell'advisor legale, che affianca la società emittente, l'advisor e lo stesso arranger, nella verifica degli aspetti legali dell'operazione nella realizzazione degli adempimenti e nella redazione dei documenti legali necessari per il completamento dei passaggi che porteranno all'emissione e al collocamento.

I consulenti legali possono intervenire sia nella fase iniziale di verifica dei requisiti legali preliminari, sia negli aspetti legali della due diligence ed infine anche nella predisposizione del regolamento del prestito e dei contratti di sottoscrizione da stipulare con gli investitori.

In questa fase del procedimento di emissione vengono in rilievo tre elementi su cui è importante focalizzare l'attenzione: la due diligence, gli aspetti legali e la strutturazione vera e propria del prestito e delle sue clausole.

Nell'ambito di un'emissione di Minibond l'approccio alla due diligence, che consiste in un'analisi complessiva del valore e dello stato di salute di un'azienda, può variare sia in funzione del tipo e delle dimensioni dell'impresa emittente, sia in funzione degli investitori potenziali presso cui si intende collocare il titolo.

Si può quindi avere lo svolgimento di un tipo di due diligence "soft", condotta internamente dall'advisor o dall'arranger, oppure si possono avere delle vere e proprie "full" due diligence, condotte con l'ausilio di consulenti esterni.

In ogni caso una due diligence completa comprende tematiche di business, finanziarie/contabili, fiscali e legali.

La business due diligence mira a verificare se il business plan predisposto dall'impresa è coerente con i parametri di riferimento del settore e il posizionamento competitivo dell'impresa; analizza quindi il mercato e lo scenario competitivo, mirando a valutare la coerenza delle previsioni economico-finanziarie dell'emittente.

La financial due diligence ha l'obiettivo di mettere in luce l'esatto profilo delle grandezze economiche e finanziarie dell'impresa, in particolare verificando la qualità dell'informazione finanziaria studiando la performance storica, analizzando lo stato patrimoniale, il conto economico e gli aspetti finanziari del business plan.

Infine la due diligence fiscale e legale ha l'obiettivo di approfondire la situazione fiscale dell'emittente analizzando la presenza di rischi potenziali che possono derivare da contenziosi aperti e dalle annualità ancora da definire; dal punto di vista legale si valutano i contenziosi in essere o potenziali, che possono avere un impatto sul valore dell'azienda e per eventuali garanzie da fornire in sede di emissione.

La due diligence è comunque un lavoro di squadra a cui partecipano, oltre agli esponenti dell'emittente, l'arranger, i consulenti legali, l'eventuale agenzia di rating e l'advisor il quale, oltre alle attività già descritte, svolge un fondamentale ruolo di coordinamento tra tutti i soggetti partecipanti al processo di emissione.

Per quanto attiene agli aspetti legali, i consulenti incaricati, oltre all'assistenza fornita in sede di esame dello statuto e di predisposizione delle delibere preliminari e finali

dell'emissione, redigono usualmente i contratti dell'impresa con gli altri soggetti che intervengono durante l'emissione (advisor, arranger, società di rating).

Nella fase centrale del processo gli advisor legali redigono insieme agli altri consulenti:

- a) Il regolamento del prestito, in cui sono inclusi i termini e le condizioni relativi ai Minibond, quali caratteristiche, modalità e tempi di rimborso, diritti dei sottoscrittori e obblighi della società emittente.
- b) L'incarico alla banca agente, che comprende lo svolgimento di tutte le attività relative al pagamento delle cedole e ai rimborsi di capitale da parte dell'emittente.
- c) Il contratto di sottoscrizione, che viene stipulato tra la società emittente e il singolo sottoscrittore del prestito, e regola le modalità, le condizioni e i termini della sottoscrizione.

L'ultimo aspetto su cui si è detto che bisogna focalizzarsi è la strutturazione del prestito, il nucleo centrale dell'emissione, cui si perviene attraverso una serie di contatti e di feedback tra società, advisor e potenziali investitori sotto la direzione dell'arranger che in questa fase gioca il ruolo principale.

La strutturazione del prestito consiste nello stabilire gli aspetti e le clausole principali dei titoli che verranno emessi tra cui: l'ammontare del prestito, la durata, il tasso di interesse, la cedola, le modalità di rimborso, i covenants e le eventuali garanzie e opzioni call/put.

L'ammontare dell'emissione e la sua durata viene determinato attraverso l'interazione dell'impresa emittente, dell'advisor e dell'arranger sulla base sia delle esigenze finanziarie emerse dal business plan e della debt capacity dell'impresa, sia della situazione del mercato obbligazionario; proprio in base a tali elementi può essere deciso se realizzare un'unica emissione o strutturare il prestito in più tranches, in funzione anche del numero e della tipologia degli investitori presso cui si intendono collocare i titoli.

Più in generale, quando una società emittente decide di collocare azioni o obbligazioni in Borsa, attraverso un public placement per un importo predeterminato, le banche arranger possono sottoscrivere con l'emittente diverse tipologie di mandato che prevedano alternativamente:

- Un prestito fully underwritten

- Un prestito partially underwritten
- Un mandato del tipo “best effort”

cui corrispondono ovviamente diverse tipologie di remunerazione.

Nel caso delle emissioni di Minibond finora realizzatesi, non si hanno informazioni riguardo a simili tipologie di accordi tra gli emittenti e gli arranger, che nella gran parte dei casi non sono banche, ma società di intermediazione finanziaria.

Infatti le emissioni di Minibond vengono realizzate nella forma del private placement in cui, come si è già evidenziato, si perviene all’esatto ammontare del prestito (che viene poi reso pubblico) a seguito di accordi intercorsi con potenziali investitori professionali interessati al collocamento, per lo più già conosciuti dagli emittenti, e/o dagli advisor o dagli arranger.

Nel caso in cui, anche sulla base del mercato obbligazionario, non si raggiunga l’importo ritenuto necessario dall’impresa e dai suoi advisor, si è deciso di strutturare l’emissione in più tranches, da collocare eventualmente in un secondo momento e ad una diversa tipologia di investitori.²⁶

La determinazione del tasso di interesse e la periodicità della cedola sono il frutto di un confronto e di una negoziazione con gli investitori potenziali in merito alla remunerazione da questi attesa a fronte del rischio che andranno ad assumersi; al tasso si perviene considerando i seguenti elementi:

- Rischiosità dell’azienda emittente, eventualmente valutata con la presenza di rating
- Spread di mercato su finanziamenti bancari e obbligazionari corporate di pari durata
- Tipologia di titolo emesso (senior, subordinato, etc)
- Presenza di eventuali garanzie
- Premio per l’illiquidità dei titoli

In particolare il premio per l’illiquidità è dovuto dalle ancora ristrette, se non quasi inesistenti, dimensioni del mercato secondario dei Minibond che costringono l’investitore a detenere il titolo in portafoglio per lungo tempo e nella maggior parte dei casi fino alla scadenza.

²⁶ Vedi ad esempio R. CALUGI, V. MORELLI, G. PAGLIETTI (a cura di) “I Minibond. Istruzioni per l’ uso” (II Edizione) CONSORZIO CAMERALE PER IL CREDITO E LA FINANZA, 2014 pag. 66

Questo è il motivo per cui coloro che acquistano i Minibond sono per lo più soggetti che per il tipo di attività che svolgono (come ad esempio i fondi pensione e le imprese di assicurazione) prediligono investimenti di lunga durata e quindi da detenere fino a scadenza, dovendo inoltre garantire ai propri clienti e/o beneficiari dei rendimenti più alti e duraturi.

Usualmente l'emissione di Minibond non prevede il rilascio di garanzie, almeno di tipo tradizionale (pegno, ipoteca, fidejussione) ma piuttosto gli investitori richiedono che nel regolamento del prestito vengano inserite clausole vincolanti di governance finanziaria dell'impresa, i cosiddetti "covenants"; il mancato rispetto di tali clausole comporta il ritiro del prestito o la rinegoziazione dello stesso a condizioni meno vantaggiose.

I covenants normalmente più richiesti dagli investitori, anche per quanto riguarda i Minibond, sono:

- le "Negative Pledge": sono clausole di salvaguardia, che consistono nell'impegno dell'emittente alla non concessione a terzi di garanzie reali sui propri beni materiali e immateriali, sui propri crediti e sulle proprie partecipazioni per tutta la durata del prestito.
- Use of Proceedes: questo covenant prevede che l'ammontare ricavato dall'emissione sia destinato alle finalità prestabilite dall'impresa emittente.
- Change of Control: l'investitore potrà chiedere il rimborso anticipato del prestito in caso di cambio nella proprietà dell'emittente.
- Limitation of dividend: stabilisce un limite alla possibilità di distribuzione dei dividendi.
- Limitation of indebtedness: clausole che mirano a mantenere i rapporti tra debiti ed EBITDA entro determinati limiti da monitorare semestralmente.
- Reports: impegno a redigere una stabilita reportistica periodica da sottoporre eventualmente a revisione.

Per quanto riguarda le opzioni, esistono Minibond del tipo cosiddetto "putable", che prevedono la possibilità per il possessore di richiedere, a sua discrezione, il rimborso anticipato del prestito; quest'opzione offre un vantaggio all'investitore al quale si dà l'opportunità di smobilizzare l'investimento, anche prima della scadenza.

I Minibond prevedono spesso, anche per l'emittente, la possibilità di rimborsare anticipatamente il capitale a scadenze e prezzi concordati, la cosiddetta opzione call;

in pratica, a discrezione dell'impresa, il titolo potrà essere rimborsato anche prima della scadenza, nel caso in cui l'emittente abbia la possibilità di potersi rifinanziare a condizioni migliori oppure se inattese disponibilità di cassa gli danno la liquidità sufficiente per il rimborso.

Si tratta di un'opportunità notevole per l'impresa emittente in quanto consiste in un'opzione da esercitare soltanto in caso di convenienza.

E' possibile effettuare di seguito una breve analisi dei dati e delle informazioni relative ad alcuni aspetti significativi delle emissioni di Minibond realizzate negli anni dal 2012 a 2015 utilizzando i Rapporti pubblicati dall' Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano.²⁷

Per quanto riguarda gli advisor legali, i principali interventi sono stati effettuati da una decina di grandi studi legali, spesso di emanazione internazionale, che sono intervenuti in assistenza degli emittenti, degli arranger e dei sottoscrittori; in diverse emissioni l' advisor legale è intervenuto in assistenza di due o anche tutti i soggetti interessati all' operazione : emittente, arranger, agent bank e sottoscrittore, quasi ad evidenziare come l' interesse al rispetto delle normative e delle procedure e l' implementazione di un corretto regolamento del prestito e di idonei contratti di sottoscrizione, sia alla fine comune a tutti i soggetti che partecipano al collocamento. Nelle 179 emissioni obbligazionarie di società non quotate censite dall' Osservatorio nel periodo 2012 – 2015 sono intervenuti in qualità di arranger una trentina di operatori, in gran parte banche e società appartenenti a gruppi bancari; esiste anche un piccolo numero di operatori indipendenti (SIM, SGR, etc.) che si sono rivelati particolarmente attivi nel collocamento di emissioni di PMI.

In definitiva si riscontra una netta separazione tra le emissioni delle PMI o comunque inferiori ai 50 milioni di euro, curate da arranger indipendenti o banche medio-piccole e i collocamenti più grandi, effettuati da emittenti di elevato standing, per i quali intervengono primari istituti di credito (Mediobanca, BNP Paribas, Unicredit e Banca Imi).

²⁷ Cfr. POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 37 e ss. e “I° Report Italiano sui Minibond” , febbraio 2015, pag. 37 e ss.

Per quanto riguarda invece la strutturazione delle emissioni, vengono in rilievo i seguenti aspetti, sempre relativi ai collocamenti 2012 – 2015 :

- tutti i parametri presi in esame riflettono il progressivo aumento delle emissioni effettuate dalle PMI e/o di minore importo, contrariamente ai primi anni di esistenza dei Minibond nei quali era invece preponderante il peso delle rilevanti emissioni di imprese medio grandi quotate e non quotate.
- per quanto riguarda la scadenza, circa il 40% delle emissioni considerate ha una scadenza compresa tra 4 e 5 anni; esiste poi un 11% di operazioni con scadenza inferiore all' anno e un 12% con scadenza superiore a 7 anni; il valore medio complessivo è di 5,67 anni contro i 6,2 anni del 2014; le emissioni effettuate nel 2015 hanno una scadenza media di 5 anni contro i 6,8 anni di quelle realizzate nel 2014; le emissioni delle PMI hanno usualmente una scadenza media minore e più dispersa, mentre i collocamenti delle imprese maggiori sono quasi sempre a 5 o 7 anni; nell' ultimo anno sono aumentate da parte delle PMI le emissioni di durata inferiore all' anno, relative sia a cambiali finanziarie e ai loro rinnovi, sia alle nuove emissioni di Minibond cosiddetti "short term".
- in merito alla cedola, la quasi totalità dei Minibond prevede una cedola fissa con valore medio complessivo nel 2015 pari al 5.65% (6.14% nel 2014); solo il 10% circa dei titoli paga una cedola variabile determinata sulla base del tasso Euribor più uno spread che varia dallo 0,55% al 9,5% ; confrontando le cedole nominali, a prima vista potrebbe sembrare che le PMI sostengano per i loro prestiti un costo inferiore a quello delle imprese più grandi; se peraltro si tiene conto che le PMI emettono Minibond di durate inferiori e quindi con una diversa duration, si vede allora che la cedola media pagata dalle PMI è sensibilmente superiore a quella pagata dalle imprese più grandi, soprattutto per le scadenze medie (fino a 4 anni).
- nella quasi totalità dei casi i Minibond sono collocati al valore nominale.
- le modalità di rimborso dei prestiti evidenziano un 60% di emissioni con rimborso del capitale a scadenza (modalità "bullet") contro un 40% di collocamenti con rimborso del capitale progressivo (modalità "amortizing"); la modalità "amortizing" , che spalma i rimborsi dell' emittente su più

esercizi e riduce quindi la “duration” e il rischio per l’ investitore, è più frequente per le emissioni delle PMI, soprattutto quelle di più lunga durata.

- per quanto riguarda le opzioni, il 14% delle emissioni non prevede alcuna opzione, i titoli solamente “putable” sono il 30% del totale, quelli solo “callable” sono il 12% mentre esiste un 44% delle emissioni che contengono entrambe le opzioni.
- i covenants infine risultano presenti in circa la metà delle emissioni, con sensibile tendenza all’ aumento nel 2015 in quanto, per i collocamenti delle PMI e/o di minori dimensioni, questi impegni sono preferiti rispetto alle garanzie soprattutto per la minore incidenza del costo.

3.3 Il rating e la valutazione del rischio: le agenzie di rating

Nell’ ambito del procedimento di emissione di un Minibond, l’ assegnazione di un rating non è obbligatoria, non è cioè espressamente richiesta da alcuna norma, anche regolamentare, né è prevista per l’ ammissione del titolo a quotazione sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana.

Al contrario, proprio nel caso dell’ emissione di un Minibond, che per definizione è destinato al collocamento presso investitori professionali, l’ assegnazione di un rating sarebbe un elemento fondamentale per fornire agli investitori potenziali, anche attraverso un giudizio sintetico, professionale ed indipendente, le informazioni sull’ impresa, sulle sue esigenze finanziarie e sull’ evoluzione della sua gestione e del suo business.

La sua funzione principale consiste “*nell’ attribuzione di una misura sintetica del rischio di credito, connesso ad un determinato soggetto (issuer rating) ovvero ad una determinata operazione (issue rating), nota come “classe” (valore) della scala di rating. D’ altra parte, essendo il rischio di credito connesso alla probabilità che un soggetto sia in grado di onorare le proprie obbligazioni, possiamo affermare che lo scopo principale del rating sia quello di fornire una stima della probabilità di insolvenza (Probability of Default o PD) del soggetto valutato.*”²⁸

Le classi di rating sono infatti ordinate in una scala decrescente nella quale ad ogni scalino corrisponde un diverso grado di rischio di credito, così che si passa da un

²⁸ C. ARLOTTA ed altri “La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo.” Franco Angeli, 2014, pag. 101

livello minimo di potenziale default ad una probabilità di default via via maggiore, man mano che si scendono i gradini della scala.

Il diffondersi del rating a supporto del collocamento dei Minibond dovrebbe portare ad una maggiore efficienza nel mercato finanziario che li riguarda, consentendo da un lato agli emittenti di ridurre il costo del finanziamento in presenza di un elevato merito creditizio, dall' altro ai sottoscrittori di effettuare il loro investimento sulla base di un giudizio sintetico e affidabile sul rischio di credito che stanno per assumere e sulle connesse probabilità di perdita, a fronte del rendimento del titolo che stanno per immettere nel loro portafoglio.

In definitiva quindi, tramite l' assegnazione e la pubblicazione di un rating, si offre al mercato un (ulteriore) importante elemento di trasparenza e si agevola così l' emissione del prestito contribuendo così al successo del collocamento.

L' attività di rating è attualmente disciplinata nella Unione Europea dal Regolamento (CE) n. 1060/2009 del 16 settembre 2009 relativo alle “Agenzie di rating del credito”, in base al quale l' attività di rating nel territorio della UE può essere esercitata solo da società specializzate che abbiano ottenuto la registrazione come “Credit Rating Agency” (CRA) in un apposito elenco tenuto dall' European Securities and Markets Authority (ESMA), organismo al quale è anche affidata – insieme alle Autorità di vigilanza nazionali (in Italia la Consob) - la vigilanza sul corretto e trasparente funzionamento del mercato e sull' operatività delle agenzie di rating.

I criteri di ammissione al registro sono piuttosto severi e mirano ad assicurare che la società richiedente rispetti i principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale e che di conseguenza i rating emessi ed utilizzati nella UE siano indipendenti, oggettivi e di adeguata qualità.

Prima di procedere all' iscrizione, l' ESMA valuta pertanto il processo e la logica di formazione del rating presentato dalla società richiedente per assicurare il rispetto dei principi e della qualità di cui sopra.

Attualmente nel registro dell' ESMA risultano iscritte 22 agenzie di rating tra le quali, oltre alle più grandi Standard & Poor's, Moody's e Fitch, figurano anche le due italiane Cerved Rating Agency (Cerved Group) e Crif Rating Agency.

Nel caso di grandi emittenti e/o grandi emissioni di società quotate la quasi totalità dei rating vede l' intervento delle tre grandi agenzie multinazionali sopra citate, che operano per tutte le tipologie di rating (stati sovrani, corporate finanziarie, corporate non finanziarie etc.); le agenzie di rating nazionali operano di norma prevalentemente per i rating di imprese non finanziarie e/o di emissioni di taglio più piccole come i Minibond.

La scala dei rating assegnati varia a seconda delle agenzie di rating e si parte generalmente dalla tripla A (AAA) che esprime la massima affidabilità della società nel rimborso del prestito per giungere alla singola D che è espressione del default della società ossia della sua insolvenza.

Con particolare riferimento al mercato delle obbligazioni e dei Minibond, le varie classi di rating assegnate da ogni agenzia (che qui di seguito viene riportata) vengono comunque suddivise in due categorie :

- Investment Grade;
- Sub-Investment Grade o Speculativo, con una categoria intermedia denominata "Crossover"

La Scala di Rating

Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings	CRIF	Cerved	Dagong	Descrizione
Aaa	AAA	AAA	AAA	/	AAA	Prime Rating: massima sicurezza del capitale
Aa1	AA+	AA+	AA+	A1.1	AA	Rating alto: qualità più che buona
Aa2	AA	AA	AA	A1.2		
Aa3	AA-	AA-	AA-	A1.3		
A1	A+	A+	A+	A2.1	A	Rating medio alto: qualità media
A2	A	A	A	A2.2		
A3	A-	A-	A-	A3.1		
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	B1.1 B1.2	BBB	Rating medio basso: qualità medio bassa
Baa2	BBB	BBB	BBB	B2.1		
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-			
Ba1	BB+	BB+	BB+	C1.1	BB	Area di non investimento: speculativo
Ba2	BB	BB	BB			
Ba3	BB-	BB-	BB-			
B1	B+	B+	B+	C1.2	B	Altamente speculativo
B2	B	B	B			
B3	B-	B-	B-			
Caa	CCC+	CCC	CCC	C2.1	CCC	Rischio considerevole
Ca	CCC				CC	Estremamente speculativo
C	CCC-				C	Rischio di perdere il capitale
/	D	DDD	D1	/	D	In perdita
		DD	D2			
		D	/			

Per quanto riguarda il rating di credito, oggetto della trattazione e diverso da altre tipologie di rating oggi utilizzate,²⁹ oltre la distinzione di cui sopra tra Investment e Speculative Grade, si possono effettuare le seguenti ulteriori classificazioni :

- a) In base all' oggetto dell' opinione/giudizio
- rating di controparte (issuer rating) : assegna un unico giudizio di merito di credito all' impresa, indipendentemente dalle garanzie rilasciate su una singola emissione;

²⁹ Si parla sempre più spesso di rating "etico" e di rating di "legalità", definito dall' art. 5-ter del Decreto Legge 24 gennaio 2012 n. 1 .

- rating dell' operazione (issue rating) : attribuisce un giudizio di merito creditizio alla singola operazione, dal punto di valutazione della controparte della stessa.
- b) Modalità di utilizzo dell' opinione/giudizio
- rating “pubblico” o “disclosed”: giudizio che viene reso disponibile pubblicamente in conformità alle norme vigenti;
 - rating “privato” o “undisclosed”: giudizio non destinato ad essere reso pubblico.
- c) Soggetto richiedente l' opinione/giudizio
- rating “solicited” : giudizio sul merito creditizio richiesto dall' impresa oggetto di valutazione, che ne paga il corrispettivo;
 - rating “unsolicited”: richiesto da un soggetto diverso (che ne paga il corrispettivo) o emesso su iniziativa dell' agenzia.

Generalmente se il rating è richiesto dall' impresa stessa (solicited) esso viene anche comunicato al pubblico (disclosed), mentre rimane invece per lo più confidenziale (undisclosed) se è richiesto da investitori o da altri soggetti interessati (unsolicited).

Nella formulazione di un giudizio di rating unsolicited, l' agenzia di rating si avvale solo delle informazioni in proprio possesso o che può acquisire in autonomia nonché di complessi modelli statistici che attingono a basi dati pubbliche e proprietarie e considerano un ampio set di variabili, mentre nel corso di una valutazione solicited, l' agenzia si avvale anche di dati e informazioni forniti dall' impresa richiedente.

L' analisi viene così allargata ad altri importanti aspetti come l' esame del business plan, interviste con il management, informazioni sulle strategie aziendali, sul business risk, sul financial risk etc.³⁰

Proprio a proposito del rating solicited, che l'agenzia rilascia su richiesta della stessa società emittente, è da notare che il pagamento da parte di quest'ultima del corrispettivo dell'attività di rating potrebbe dar luogo a potenziali conflitti di interesse: l'agenzia potrebbe, in alcuni casi, essere indotta ad assegnare alla società propria committente un rating più favorevole.

³⁰ Per maggiori dettagli sul processo di rating, si veda G. Romano “Il rating come criterio di valutazione sintetico del rischio di credito” in “ Guida agli strumenti finanziari alternativi. Dalle cambiali ai Minibond” Quaderni AIAF n. 160, novembre 2013, pagg. 25 e ss.

Si tratta peraltro di un potenziale conflitto di interessi che non è esclusivo dell'attività di rating, in quanto si verifica ogni qual volta un organo di controllo viene retribuito dalla stessa entità controllata, come avviene ad esempio per la revisione legale o il collegio sindacale.

La prassi per cui le analisi delle agenzie vengono commissionate e pagate dalle società che emettono obbligazioni e non dai potenziali investitori che intendono acquistarle, si sta affermando in via generalizzata negli ultimi anni; per questo motivo il potenziale conflitto di interesse si sta estendendo in maniera preoccupante.³¹

Per limitare tali situazioni e rischi potenziali, anche in ottemperanza alle normative regolamentari dell' ESMA, le agenzie di rating autorizzate ad operare nell'UE si sono dotate di normative interne e procedure dirette a garantire l'assenza di situazioni di conflitto di interessi nei giudizi di rating da loro rilasciati³².

Nelle emissioni di rating su strumenti finanziari a medio e lungo termine elemento base per attribuire il rating di emissione è il rating assegnato all' emittente che *“dovrà tenere conto dell'effetto del prestito in esame sulla situazione economico-finanziaria dell'emittente, anche sottoponendo il business plan dell'emittente a un'analisi di sensitività su un orizzonte temporale congruo rispetto alla durata del prestito. Il rating di emissione può scostarsi dal rating dell'emittente in funzione delle caratteristiche dei titoli in esame che, a parità di rischio di insolvenza del debitore, influiscono sulla perdita attesa. Le caratteristiche rilevanti riguardano:*

- *la seniority;*
- *la presenza di eventuali garanzie.”*³³

In tal caso la valutazione del rating terrà conto della tipologia di obbligazioni/Minibond oggetto di emissione :

- senior secured bond;
- senior unsecured bond;

³¹ Per il conflitto tra l'Unione Europea e le società di rating cfr. ad esempio V. FIORMONTI “Le tre sorelle del rating e il conflitto di interessi” Iuris Prudentes – Il Magazine del dipartimento giuridico della LUISS, Dicembre 2014

³² Vedi i documenti interni “Politica in materia di conflitti di interesse” emanati ai sensi del regolamento 1060/2009 UE sia da CRIF RATING AGENCY che da CERVED RATING AGENCY

³³ CERVED RATING AGENCY “Metodologia per il rating di imprese “ e “Metodologia per il rating di emissione”, maggio – giugno 2014. Cfr. anche CRIF RATING “Crif Rating Methodology. Emissioni Corporate”, maggio 2016

- subordinated bond;
- preferred stock.

In generale, in caso di emissioni di strumenti a medio - lungo termine non subordinati né assistiti da specifiche garanzie (senior unsecured), come sono stati finora buona parte dei Minibond emessi da PMI, il rating dell' emissione è pari al rating dell' emittente, che include la valutazione della sua generale capacità di rimborso di tutti i suoi debiti, comprensivi del bond in esame.

Dalle statistiche sulle emissioni del periodo 2012 – 2015 disponibili, risulta che soltanto una parte delle imprese (peraltro in aumento rispetto al 2014) ha ritenuto opportuno richiedere l' assegnazione di un rating : si tratta del 50 % delle emissioni esaminate, percentuale che scende ancora , al 35%, se si considerano solo le PMI.³⁴

Per quanto riguarda i rating assegnati, le risultanze delle emissioni prese in esame sono le seguenti :

% rating investment grade	13,4	di cui PMI	3,5
% rating speculative grade	12,8		6,0
% rating undisclosed	23,5		25,2
% nessun rating	50,3		65,3

Per le emissioni delle PMI e/o di taglio minore, che nell' ultimo periodo 2014 – 2015 sono aumentate rispetto alle imprese e/o emissioni maggiori, si nota la presenza, di gran lunga dominante nelle emissioni del rating da parte dei due operatori nazionali, CRIF e Cerved.

Una prima, sia pure provvisoria, conclusione sembra essere che il rating è finora utilizzato principalmente dalle imprese maggiori e/o per le emissioni di maggiori dimensioni mentre è molto meno frequente tra le PMI e le emissioni di taglio più piccolo.

E' probabile che le PMI siano state finora più restie a sostenere l' onere di un rating, spesso non comprendendone l' utilità anche in termini di minor tasso richiesto dai sottoscrittori; spesso inoltre per le PMI risulta più agevole interloquire direttamente con i potenziali sottoscrittori di un' emissione di piccolo taglio da attuarsi su scala

³⁴ POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 46 e 47

“locale” dove gli investitori possono più facilmente valutare in prima persona la situazione complessiva dell’ emittente.

Si è peraltro già notato come già nel 2015 ci sia stato da parte degli emittenti “minori” un maggior ricorso al rating e ancor più la tendenza dovrebbe rafforzarsi con la presenza sempre maggiore sul mercato dei fondi di private debt, dei fondi pensione e delle imprese di assicurazione, ovvero di investitori professionali che sottoscrivono i titoli in un’ ottica di lungo periodo e che richiedono abitualmente un rating prima di concludere l’ investimento.

3.4 Il collocamento del prestito e l’ eventuale quotazione all’ ExtraMOT

Pro.

Contemporaneamente alla fase di strutturazione del prestito, l’ arranger e l’ advisor iniziano i loro contatti con i potenziali investitori cui proporre la sottoscrizione dell’ emissione: viene svolta un’ attività di presentazione della società emittente ai potenziali investitori istituzionali con la consegna dell’ information memorandum, con incontri individuali o con un road show per la comunità finanziaria nel suo insieme.

Peraltro nel giovane mercato dei Minibond si è di fatto già creata una sorta di “filiera”, grazie alla quale *“gli stessi advisor o arranger hanno rapporti privilegiati e funzionali con uno o più investitori di riferimento, come può accadere nel caso di fondi di investimento istituiti dalle stesse banche o, viceversa, nel caso di società di advising promosse da fondi di investimento.”*³⁵

Solo a seguito dei contatti e dei confronti con questi ultimi sarà possibile pervenire ad una completa e definitiva strutturazione dell’ operazione in tutti i suoi aspetti economici, finanziari e legali e alla stesura dei documenti contrattuali di sottoscrizione.

Essendo la sottoscrizione dei Minibond per lo più rivolta ai soli investitori professionali e non al pubblico retail, non è prevista la pubblicazione di un apposito prospetto di offerta al pubblico.

In questa fase, sempre con l’ assistenza dell’ advisor, vengono stipulati accordi con una società di gestione accentrata degli strumenti finanziari per l’ emissione in forma

³⁵ POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 67

dematerializzata e con una banca agente per i pagamenti ai sottoscrittori relativi agli interessi delle cedole e al rimborso del capitale.

Il placement dell' emissione può essere svolto direttamente dalla società emittente nei confronti di investitori professionali, ma per lo più viene effettuata avvalendosi di un intermediario finanziario che può essere la banca arranger che è stata incaricata della strutturazione del prestito oppure da altre banche, SGR o SIM che svolgono l' attività di placement dei Minibond presso investitori istituzionali in base all' autorizzazione della Consob per il servizio di sottoscrizione e/o collocamento dei titoli.³⁶

La materiale sottoscrizione del prestito avviene con la stipula tra società emittente e sottoscrittore/i dell' apposito contratto in cui sono stabilite le modalità, le condizioni e i termini di sottoscrizione.

In base alla normativa civilistica e regolamentare, la sottoscrizione dei Minibond, come pure la loro successiva quotazione, sono riservate agli investitori professionali ovvero ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.

Per investitori professionali si intendono coloro che posseggono l' esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che in tal modo stanno per assumere.

La legge fiscale subordina il godimento delle agevolazioni previste per i sottoscrittori di Minibond (descritte nel capitolo II) alla condizione che costoro siano "investitori qualificati"; a loro volta i Regolamenti Consob per gli Emittenti e per gli Intermediari identificano gli "investitori qualificati" con i "clienti professionali privati" elencati nell' Allegato 3 al Regolamento Intermediari.

Pur nella diversa terminologia utilizzata, si può concludere che, per quanto qui ci riguarda, gli investitori (professionali e/o qualificati) che possono sottoscrivere Minibond nei limiti e alle condizioni previste dalle apposite leggi, siano le seguenti categorie indicate dal suddetto Regolamento Intermediari.

³⁶ Per un' analisi dettagliata delle modalità di svolgimento dei collocamenti in Private Placement e delle relative problematiche, si veda N. BRANZOLI e G. GUAZZAROTTI "Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese" , BANCA D' ITALIA, Questioni di Economia e Finanza , numero 262 – marzo 2015.

- 1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari italiani o esteri quali :
 - a) banche;
 - b) imprese di investimento;
 - c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
 - d) imprese di assicurazione;
 - e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
 - f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
 - g) altri investitori istituzionali come finanziarie regionali e fondazioni
- 2) le imprese di grandi dimensioni, definite tali in base a requisiti dimensionali stabiliti dal Regolamento.
- 3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.³⁷

Nelle condizioni di mercato finanziario di questi ultimi anni, caratterizzati da elevata liquidità e rendimenti decrescenti degli investimenti più sicuri e tradizionali, questi investitori professionali, anche esteri, possono essere senz' altro attratti dalle opportunità di investimento ad alto rendimento offerte dalle emissioni di Minibond delle PMI italiane.

Si tratta spesso di controparti del tipo "investment grade" oppure, in caso di investimenti più vicini ai titoli "high yield" , dato il taglio non elevato delle singole emissioni, si può ugualmente conservare un rendimento significativo ripartendo il rischio dell' investimento su più controparti.

Grazie al nascente mercato dei Minibond, gli investitori istituzionali (es. fondi pensione, imprese di assicurazione, fondazioni etc.) possono diversificare il loro portafoglio con tipologie di attivi, diversi dai tradizionali impieghi nei mercati azionari e obbligazionari dei grandi emittenti, che offrano tuttavia un soddisfacente rapporto tra rischio e rendimento e che loro usualmente acquistano e detengono in una logica di lungo periodo.

Normalmente gli investitori istituzionali operano sul mercato dei Minibond tramite veicoli appositamente costituiti e specializzati nel fornire competenze e mezzi adatti

³⁷ Vedi i "clienti professionali privati" elencati nell' Allegato 3 al Regolamento Intermediari (Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007)

a selezionare le migliori opportunità; in tal modo gli investitori partecipano ad un portafoglio titoli idoneamente diversificato.

“Gli investitori istituzionali svolgono un ruolo cruciale per il successo dello strumento Minibond in quanto non si sono ancora sviluppati mercati secondari in cui possano trovare liquidità gli strumenti, sia equity che di debito, emessi da piccole e medie imprese...I Minibond, sino a quando non si svilupperà un mercato secondario “liquido” che veda la concreta possibilità di negoziabilità dei titoli emessi dalle PMI, sono da considerarsi titoli illiquidi, anche se quotati in borsa.”³⁸

Proprio a causa di tale profilo di illiquidità dello strumento, i veicoli di investimento dedicati ai Minibond sono soprattutto del tipo “fondo chiuso” che non incontrano i più stringenti limiti posti dalla normativa all’ investimento in titoli illiquidi da parte di fondi aperti, compagnie di assicurazione, fondi pensione e casse di previdenza.

In quanto organismi di investimento collettivo, i fondi chiusi devono comunque assicurare la diversificazione dei rischi e i principi di sana e prudente gestione.

Esaminando un campione di circa 150 emissioni di importo inferiore a 50 milioni di euro (copertura del campione pari al 72% del controvalore raccolto) è possibile ricostruire la seguente mappa degli investitori in Minibond e le loro quote di mercato:

1. Fondi chiusi di private debt italiani	35,8
2. Banche estere	15,3
3. Banche italiane	14,9
4. Fondi di investimento esteri	11,4
5. Sgr italiane (fondi aperti e portafogli individuali)	9,7
6. Assicurazioni	5,5

Dati più recenti, che segnalano quindi le tendenze dell’ ultimo periodo, relativi al solo 2015, indicano un forte aumento delle emissioni dei fondi chiusi di private debt italiani e delle SGR nazionali che insieme raggiungono il 65 % degli investimenti

³⁸ A. MEIANI, L. RIZZI, D. SABATINI “Guida ai Minibond: strumenti innovativi per la finanza delle PMI”, Bancaria editrice, 2015, pag 54.

dell' anno; fortemente diminuita è invece nel 2015 la quota delle banche estere, legata quasi esclusivamente all' intervento della BEI.³⁹

Una volta emessi e collocati, i Minibond possono essere quotati in un mercato regolamentato estero, in uno strumento multilaterale di negoziazione italiano o estero o rimanere non quotati presso investitori professionali.

Per offrire alle PMI un mercato nazionale flessibile, economico ed efficiente in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo introdotto a partire dalla fine del 2012, nel febbraio 2013 Borsa Italiana Spa ha istituito il nuovo segmento professionale del suo mercato ExtraMOT denominato ExtraMOT PRO.

Il mercato è dedicato alla quotazione di obbligazioni, altri titoli di debito comprese le cambiali finanziarie, strumenti obbligazionari contenenti clausole di partecipazione agli utili o di subordinazione di cui al Decreto Sviluppo, project bonds, obbligazioni convertibili in azioni quotate, strumenti del mercato monetario, strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione e covered bonds.⁴⁰

Emittenti ammessi a quotare i loro titoli e strumenti di debito nel mercato ExtraMOT PRO sono le società di capitali, quotate e non quotate, cooperative, mutue assicuratrici, enti pubblici e loro controllate.

Come si vede, nel mercato sono potenzialmente negoziabili tipologie di titoli molto diverse dai Minibond e/o imprese ben superiori alle classiche PMI, quindi una varietà di titoli e di emittenti molto più ampia di quella oggetto della nostra ricerca.

Nondimeno, scopo precipuo della nascita del nuovo segmento professionale è stato proprio quello di permettere alle PMI di far quotare e negoziare i titoli obbligazionari/Minibond emessi a seguito del Decreto Sviluppo e delle successive normative legislative e regolamentari.⁴¹

L' ExtraMOT PRO intende fornire alle PMI uno strumento che sia flessibile nell' utilizzo, offra ampia visibilità all' impresa e al quale si possa accedere con procedure semplificate e ad un costo estremamente ridotto.

³⁹ Cfr. POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 54 e 55

⁴⁰ Vedi BORSA ITALIANA “Regolamento del Mercato ExtraMot, art. 200

⁴¹ Vedi BORSA ITALIANA presentazione del segmento EXTRAMOT PRO come “il mercato di riferimento dei Minibond”, febbraio 2013

La funzione del nuovo mercato è ovviamente quella di promuovere e sviluppare un reale mercato secondario dei Minibond e titoli similari, al fine di trasformarli da strumenti “illiquidi” in titoli liquidi concretamente negoziabili.

Tecnicamente non si tratta di un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, come Borsa Italiana o il MOT, ma di un “sistema di scambi organizzato” (multilateral trading facility - MTF) attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica , con procedure di settlement automatiche.

Il segmento ha la stessa struttura del mercato ExtraMOT, ma a differenza di questo, è consentita la negoziazione solo agli investitori professionali.

Nel corso del 2015 è stata anche attivata la piattaforma web centralizzata ExtraMOT PROLink dove investitori ed imprese possono incontrarsi ed accedere a tutte le informazioni rilevanti.

Dalle statistiche più complete attualmente disponibili al 31 dicembre 2015 risultano collocate 179 emissioni di Minibond emesse da 145 imprese così ripartite :

• quotate su ExtraMOT PRO	n. 136	pari al 76%
• quotate su mercati esteri	n. 8	pari al 4%
• non quotate	n. 35	pari al 20%

I titoli quotati sull’ ExtraMOT PRO sono passati dai 27 del 2013 agli 87 a fine 2014 per raggiungere i 126 al 31 dicembre 2015, mentre le società emittenti erano 79 a fine 2014 e 110 a fine 2015.⁴²

Rinviando al capitolo 5 del presente lavoro per un’ analisi approfondita delle emissioni quotate sul mercato ExtraMOT PRO, sul funzionamento e l’ andamento del mercato e sulle sue prospettive di sviluppo, in questa sede ci si limita ad osservare che pur trattandosi di numeri ancora esigui, si può peraltro affermare che gli emittenti di Minibond stanno dimostrando un crescente apprezzamento per l’ opportunità costituita dalla quotazione dei loro titoli in un pubblico mercato di negoziazione.

⁴² Cfr. POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 20

3.5 Le garanzie per l' emissione dei Minibond.

Come per tutti i titoli obbligazionari, anche per i Minibond il successo dell' emissione e del collocamento sono ovviamente agevolati dalla presenza o meno di un' adeguata dotazione di garanzie.

Queste infatti tutelano, anche solo parzialmente, i sottoscrittori dal rischio di perdita del capitale in caso di insolvenza della società emittente e, rendendo così i titoli emessi meno rischiosi, incidono anche nella determinazione del tasso di interesse dell' operazione in quanto ad un minor rischio di credito corrisponderà un minor tasso da riconoscere ai sottoscrittori.

Nell' ambito della strutturazione di un' emissione di Minibond di successo, considerando che si tratta spesso di PMI, è importante tener conto delle diverse possibilità offerte agli emittenti dalle molteplici disposizioni agevolative introdotte negli ultimi anni proprio per incentivare le emissioni di Minibond.

Le garanzie possono essere dirette, accordate cioè a favore degli investitori direttamente dalla società emittente, oppure indirette e quindi rilasciate da un terzo a favore dell' emittente e a beneficio dei sottoscrittori.

Le emissioni di Minibond assistite in tutto o in parte da garanzia sono definite "Secured" mentre quelle prive di garanzia sono denominate "Unsecured".

Come per tutte le emissioni obbligazionarie, anche nella strutturazione di un' emissione di Minibond si può fare ricorso alle tradizionali tipologie di garanzie, reali (pegno, privilegio e ipoteca) o personali come le fidejussioni rilasciate sia da soggetti legati alla società emittente (soci, controllanti etc.) sia da soggetti "terzi" come banche, intermediari finanziari e confidi (per titoli emessi da società aderenti al consorzio).

In merito a tale tipologia di garanzie, si ricorda che l' art. 12 del Decreto Legge 23/12/2013 n. 145 "Piano Destinazione Italia" intitolato "Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa" ha – tra l' altro - esteso l' applicabilità dell' imposta sostitutiva di cui all' art. 15 e ss. del DPR 601/73 anche alle garanzie prestate in relazione ad operazioni di finanziamento strutturate come emissione di obbligazioni o di titoli similari, nonché ad una serie di operazioni accessorie a tale tipo di finanziamenti e garanzie.

Con tale misura si è attuata un' importante riduzione dei costi fiscali dei prestiti obbligazionari facilitando l'emissione di titoli obbligazionari garantiti e rimuovendo, su questo aspetto, la differenza con la disciplina dei finanziamenti bancari.

Il medesimo articolo ha modificato l' art. 46 del TUB "Finanziamenti alle imprese : costituzione di privilegi" estendendo anche all'emissione di obbligazioni e titoli simili (Minibond e cambiali finanziarie) la cui sottoscrizione e circolazione è riservata solo ad investitori qualificati, la possibilità di garantire l' emissione mediante la costituzione di privilegio speciale sui beni mobili destinati all'esercizio dell' impresa, precedentemente riservata ai finanziamenti a medio e lungo termine accordati dalle banche.⁴³

La volontà della UE e del legislatore italiano di incentivare ed agevolare le PMI nel ricorso a forme di finanziamento soprattutto a medio e lungo termine di tipo non bancario si è concretizzata, in tema di garanzie, in una serie di interventi normativi e regolamentari diretti a promuovere il supporto a favore delle emissioni delle PMI da parte di operatori specializzati di tipo "pubblico" che già intervengono per garantire le tradizionali forme di finanziamenti bancari.

La prima ad intervenire in tal senso è stata la SACE, Spa detenuta a 100% dal gruppo CDP, Cassa Depositi e Prestiti, specializzata in prodotti assicurativi e finanziari, credito all'esportazione, assicurazione del credito, protezione degli investimenti, garanzie finanziarie, cauzioni e factoring.

Nell' ambito del suo prodotto "Garanzie Finanziarie per l' Internazionalizzazione", operativo dal 2005, la SACE ha esteso la possibilità di ottenere la sua garanzia fino al 70% dell' importo sottoscritto anche agli investitori di bond emessi da PMI operanti con l' estero per finanziare programmi di internazionalizzazione.

La garanzia SACE è a prima richiesta, irrevocabile e incondizionata a favore del bond holder; ha un costo oscillante tra 50 e 200 punti, in base al grado di solvibilità dell' azienda emittente, ed il rilascio è subordinato all' istruttoria della SACE che si riserva di valutare ogni singola emissione.⁴⁴

⁴³ Cfr. in proposito e per maggiori dettagli C. D' AURIA, ALLEN & OVERY "Il sistema delle garanzie a supporto dell' emissione di Minibond" in Diritto Bancario, marzo 2014

⁴⁴ Vedi SACE "Sace per le PMI : Le garanzie finanziarie per l' Internazionalizzazione ", Quaderni SACE , maggio 2011 e SACE " SACE : strumenti assicurativi e finanziari per l' internazionalizzazione" , novembre 2015.

La SACE ha già rilasciato la sua garanzia a favore di alcune emissioni di Minibond e avendo di recente promosso anche il fondo di debt “Fondo Sviluppo Export” gestito dalla società Amundi Sgr, garantisce le emissioni di obbligazioni di PMI sottoscritte dalla Sgr fino al 100% del loro importo (ad esempio DE CECCO – SCM Group).

Ulteriore strumento di garanzia utilizzabile in fase di emissione di Minibond è quello accordabile dall’ ISMEA, Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare, ente pubblico economico controllato dal Ministero delle Politiche Agricole e Alimentari, che in base alla Legge di Stabilità per il 2015 può concedere una garanzia diretta ai titoli di debito emessi dalle imprese operanti nel settore agricolo, agroalimentare e della pesca per finanziare progetti di sviluppo dell’ azienda.

La garanzia ISMEA ha un tetto massimo di 1.000.000 di euro per le piccole imprese e 2.000.000 per le medie imprese e può coprire fino al 70% dell’ emissione elevabile fino all’ 80% per le società di capitali costituite in maggioranza da giovani agricoltori (esempio MONCARO).

Analoga garanzia diretta a favore delle emissioni di Minibond emessi da società operanti in Sardegna viene rilasciata da SFIRS Spa – Società Finanziaria Regione Sardegna. La garanzia, accordata dal Fondo di Garanzia per le PMI operanti in Sardegna, ha un importo massimo garantito di 2.500.000 euro con una copertura massima del 60% o 80% dell’ investimento (esempio ESSEPI INGEGNERIA).

Il FEI Fondo Europeo per gli Investimenti per la crescita e lo sviluppo delle PMI opera con risorse provenienti dalle principali istituzioni europee.

Tra le sue molteplici attività rivolte allo sviluppo delle PMI Europee, il FEI ha sottoscritto specifici accordi con i fondi dedicati ai Minibond per il rilascio di garanzie sia a favore di singole emissioni sia di portafogli di Minibond; la garanzia del FEI, ha come target le PMI ad alto grado di innovazione e copre il 50% del valore di ogni singola emissione fino a 2,5 milioni di euro di garanzia a fronte del pagamento di una commissione annua da calcolare sull’ importo garantito; è previsto un rating minimo di BB- per singola emissione (ISAIA Anthilia 1^ garanzia FEI – YACHTLINE 1618).

L’ intervento pubblico più importante e generalizzato attuato per promuovere il rilascio di garanzie a favore di emissioni di Minibond è senz’ altro quello relativo al Fondo di Garanzia per le PMI.

Il Fondo, istituito con legge 662/96, opera sotto la sorveglianza del Ministero dello Sviluppo Economico (MISE) ed è attualmente gestito per conto dello stesso Ministero da un Raggruppamento Temporaneo di Imprese (RTI) con mandataria Mediocredito Centrale Spa.

Il Ministero dell' Economia e Finanze (MEF) attribuisce alle operazioni garantite dal Fondo di Garanzia la garanzia di ultima istanza dello Stato che comporta l'“attenuazione del rischio di credito” sulle garanzie dirette e sulle controgaranzie a prima richiesta, azzerando l'assorbimento di capitale per i soggetti finanziatori sulla quota di finanziamento garantita (cosiddetta Ponderazione 0).

Obiettivo del Fondo di Garanzia, che ha la struttura di un fondo rotativo, è quello di sostenere le richieste di fondi avanzate dalle PMI agli istituti di credito e ad altri finanziatori dotandole di una garanzia pubblica senza dover presentare garanzie aggiuntive.

In tal modo le PMI possono più facilmente ottenere i finanziamenti loro necessari ad un costo ridotto dall' assenza di ulteriori garanzie e dal minor rischio di credito per il soggetto finanziatore con conseguente minor assorbimento di capitale sia pure limitatamente alla quota garantita.

Nel tempo *“il legislatore ha più volte indirizzato gli interventi del Fondo di garanzia ampliandone il raggio di azione e rifinanziando di volta in volta la programmazione del Fondo e aumentando dal 60% all' 80% la percentuale di garanzia degli aiuti ammissibili alle imprese richiedenti”*.⁴⁵

In base alle norme, il Fondo concede a favore delle PMI le seguenti prestazioni :

- garanzie dirette, per i finanziamenti loro accordati da banche, intermediari vigilati, SGR, imprese di assicurazione;
- controgaranzie, concesse dal Fondo su garanzie prestate da Confidi o altri fondi di garanzia (gestiti da banche e intermediari finanziari);
- cogaranzie, accordate dal Fondo in abbinamento con la garanzia diretta prestata sullo stesso finanziamento da un Confidi o altri fondi di garanzia (gestiti da banche e intermediari finanziari).

Si ricorda che l' estensione degli interventi del Fondo anche ai finanziamenti concessi alle PMI sotto forma di Minibond e titoli simili è stata stabilita dall' art.

⁴⁵ A. PALETTA “ Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese”, Aracne Editrice, 2015, pag. 286

12 del cosiddetto Decreto “Destinazione Italia” nel dicembre 2013 che prevede la possibilità per il Fondo di concedere garanzie dirette anche a favore di società di gestione del risparmio che, in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivano obbligazioni o titoli simili di cui all'articolo 32 del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, e successive modificazioni, emessi da piccole e medie imprese.

La garanzia del Fondo potrà essere concessa a fronte di :

- singole operazioni di sottoscrizione di obbligazioni o titoli simili;
- portafogli di operazioni.

L'attuazione della norma di cui sopra è stata effettuata con il Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 5 giugno 2014 (cd. Decreto Minibond) il quale ha definito i requisiti e le caratteristiche delle operazioni ammissibili, le modalità di concessione della garanzia, i criteri di selezione nonché l'ammontare massimo delle disponibilità finanziarie del Fondo da destinare alla copertura del rischio derivante dalla concessione della garanzia.

Da ultimo, il Comitato di gestione del Fondo, ai sensi dell'articolo 16, comma 2, del decreto Minibond, ha approvato l'integrazione delle Disposizioni operative del Fondo e l'adozione delle modalità operative per la concessione della garanzia del Fondo su portafogli di Minibond; le stesse sono entrate in vigore il 7 novembre 2014. In breve sintesi, il Fondo può intervenire per concedere garanzie, secondo la modalità della Garanzia Diretta, su:

- singole operazioni di sottoscrizione di Minibond;
- portafogli di operazioni di sottoscrizione di Minibond (di seguito “portafogli di Minibond”), a copertura di una quota delle prime perdite sui portafogli medesimi.

Le operazioni di sottoscrizione di Minibond (sia singole che incluse in un portafoglio) devono avere le seguenti caratteristiche :

- essere finalizzate al finanziamento dell'attività d'impresa;
- non avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale;
- le date di sottoscrizione e di messa a disposizione delle somme al soggetto beneficiario finale devono essere successive alla data di delibera del Comitato di accoglimento della richiesta di garanzia del Fondo;
- avere una durata compresa tra 36 e 120 mesi;

- non essere assistite da altre garanzie, reali o assicurative, per la quota coperta dalla garanzia del Fondo;
- non devono prevedere l'obbligo di conversione.

Per le emissioni singole, l'importo massimo garantibile è di 1.500.000, con percentuali di copertura del 50% del valore nominale del Minibond, se si tratta di un "amortizing Minibond", oppure del 30% in caso di "bullet Minibond".

Per quanto riguarda la garanzia sui portafogli, l'ammontare del portafoglio di Minibond deve essere compreso tra 50.000.000 e 300.000.000; il limite di importo massimo garantibile per singolo soggetto beneficiario è pari a 1.500.000 e la garanzia del Fondo copre nella percentuale massima dell'80% la perdita registrata sulle singole operazioni.

A livello di portafoglio totale, la Garanzia Diretta del Fondo non può essere superiore all'80% della tranche junior del portafoglio di Minibond e, comunque, non superiore all'8% dell'ammontare dell'intero portafoglio.

Rinviando alle specifiche normative interne del Fondo per ulteriori dettagli ⁴⁶, si ricorda che la prima emissione di Minibond assistita dalla garanzia del Fondo è stata realizzata nell'aprile del 2015 per un prestito obbligazionario di 2,2 milioni.

Nel corso del 2015 il Fondo ha ammesso alla garanzia 4 SGR a fronte di 6 operazioni di sottoscrizione di Minibond dalle stesse presentate; al 31 ottobre 2016 le garanzie accordate a fronte di emissioni di Minibond sono pari a 5.⁴⁷

Per valutare in generale l'efficacia del Fondo di Garanzia per le PMI, si può osservare che *“ il sistema operativo del Fondo di Garanzia genera un rilevante effetto leva, in grado di agire da moltiplicatore delle risorse pubbliche, configurandosi come un efficace strumento di politica industriale che presenta un rapporto costi su benefici inferiore a qualsiasi altra agevolazione. La stima calcolata presenta un rapporto di 16 euro di finanziamenti per le PMI per ogni euro erogato dal Fondo di garanzia, che ha la struttura di un fondo rotativo che*

⁴⁶ Vedi FONDO DI GARANZIA PER LE PMI "Disposizioni Operative" e "Garanzia del Fondo su Portafogli di Minibond. Modalità Operative" emanate e/o aggiornata in data 23 ottobre 2014 e successivi aggiornamenti.

⁴⁷ Vedi FONDO DI GARANZIA PER LE PMI "Report Statistici al 31 dicembre 2015" e "Report Statistici al 31 ottobre 2016"

reimpiega più volte le risorse assegnate seguendo una virtuosa gestione dei flussi di cassa in entrata del rimborso dei finanziamenti impiegati.”⁴⁸

Per quanto riguarda l’ effettivo utilizzo delle varie tipologie di garanzia a supporto dell’ emissione di Minibond e titoli similari, in base alle statistiche disponibili relative alle operazioni collocate fino a tutto il dicembre 2015, si può osservare come la presenza di una garanzia sia riscontrabile solo in un limitato numero di casi, circa il 20% in cui sono normalmente presenti garanzie di tipo “tradizionale” quali ipoteche, pegni su titoli o fidejussioni.

E’ interessante inoltre notare come tale percentuale si riduce ulteriormente se si considerano le operazioni effettuate da PMI (al 12% circa) e/o le emissioni inferiori a 50 milioni di euro.⁴⁹

Contrariamente a quanto si possa a prima vista immaginare, sono piuttosto le imprese di più grande dimensione che supportano le loro emissioni, di importo e durata maggiori, anche per ridurre il costo del capitale rispetto alle emissioni “unsecured”.

Al contrario, le PMI, proprio sfruttando una delle principali differenze tra l’ emissione di un Minibond e l’ erogazione di un mutuo, preferiscono e/o riescono ad evitare la prestazione di garanzie, soprattutto “tradizionali” , a supporto delle loro operazioni.

Dal loro punto di vista si tratta di effettuare un difficile “arbitraggio” tra il costo spesso elevato di una garanzia e la riduzione che questa potrebbe apportare ad un tasso di interesse richiesto dal mercato comunque elevato.

Lo scarso utilizzo da parte delle PMI delle garanzie per i loro Minibond fin qui riscontrato si può spiegare anche con il fatto che molti degli strumenti più sopra ricordati hanno esteso la loro applicabilità anche ai Minibond soltanto a partire dalla metà del 2014 e comunque la loro utilizzabilità anche per i nuovi strumenti può essere sconosciuta nelle società di più piccola dimensione.

Si può pertanto concludere che, ad oggi, le PMI hanno utilizzato le varie forme di garanzia per le loro emissioni di Minibond soltanto molto marginalmente, non valorizzando così il ruolo delle garanzie nella strutturazione di un’ emissione, vuoi

⁴⁸ A. PALETTA “ Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese” Aracne Editrice, 2015, pag. 298

⁴⁹ POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 48 e 49

per obbiettive motivazioni di convenienza economica, vuoi anche per scarsa conoscenza delle possibilità, anche di tipo “pubblico” attualmente disponibili.

3.6 Le caratteristiche delle emissioni del periodo 2012 – 2015.

Le caratteristiche delle emissioni e dei titoli che fin qui si è descritto e i dati statistici forniti a supporto (e che saranno forniti anche in seguito) derivano dall’ ampia mole di dati e di informazioni, sia pure non “ufficiali” , che ormai esistono sui Minibond ed il loro mercato, a testimonianza dell’ interesse che suscitano e delle aspettative che li circondano.

Si tratta di dati e statistiche spesso non omogenee e di difficile lettura, soprattutto nel loro insieme, in quanto, come già rilevato, la stessa nozione di Minibond si presta a diverse definizioni, così come il concetto di “emissioni delle PMI” ed altre utilizzate in tale ambito.

Nel corso del presente lavoro utilizzeremo prevalentemente le definizioni e i report statistici forniti dall’ “Osservatorio Minibond” del Politecnico di Milano che al momento – con i suoi Report Annuali - appare la fonte più costante e più completa in materia.

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

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

L’Osservatorio cura il mantenimento costante di un database sulle emissioni di Minibond e su tutti i fondi di investimento dedicati; come già ricordato, produce un Report annuale di diffusione dei risultati e organizza tavoli di discussione fra gli operatori del settore.

Nell’ ambito delle analisi e dei dati statistici presentati dall’ Osservatorio, i Minibond sono definiti come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) nati per

favorire l'accesso al mercato dei capitali anche, ma non esclusivamente, da parte delle PMI; si tratta di strumenti finanziari emessi a seguito delle novità normative contenute nel "Decreto Sviluppo" e nei successivi ulteriori provvedimenti illustrati nel capitolo 2° di questo lavoro.

Il Rapporto dell'Osservatorio si concentra *"sull'analisi di collocamenti di obbligazioni e cambiali finanziarie che soddisfano tutti i seguenti requisiti:*

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

Si noti che i limiti prima enunciati non considerano variabili dimensionali dell'impresa emittente quali fatturato o totale dell'attivo. Poichè questa ricerca intende però focalizzare l'attenzione sul ruolo dei mini-bond quali strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario per le piccole e medie imprese, anche in questo secondo report andremo a differenziare tutte le statistiche distinguendo fra PMI e grandi società, con focus particolare sull'industria e sulle emissioni con importo inferiore a € 50 milioni."⁵⁰

Accanto all'"Osservatorio" sono inoltre utilizzati i dati e le informazioni riportati dal database della testata giornalistica online BeBeez (supportata da AIFI e MF Milano Finanza) e dal "Barometro Minibond" di Epic Sim e Minibonditaly.

Per l'analisi delle emissioni quotate sono inoltre disponibili anche i dati e le statistiche riportate su ExtraMOT PRO e sul portale ExtraMOT PROLink.

A riprova della disomogeneità dei dati statistici raccolti e delle analisi su di essi effettuate, basti ricordare che l'Osservatorio Minibond censisce anche obbligazioni

⁵⁰ POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND " II° Report Italiano sui Minibond", febbraio 2016 , pag. 11

quotate su mercati esteri o non affatto quotate, con sub – analisi sulle PMI e sulle emissioni di importo inferiore a 50 milioni, considerata una soglia significativa per definire le emissioni delle imprese di minore dimensione.

Al contrario Borsa Italiana censisce nell' ExtraMOT PRO un più ampio spettro di titoli di debito e inserisce ogni tipologia di società di capitali, quotata o non quotata, individuando poi le emissioni delle imprese di minore dimensione con la soglia di 30 milioni.

Con le cautele sopra esposte, oltre a quanto già evidenziato nei paragrafi che precedono, si espongono qui di seguito alcuni dati e osservazioni di tipo più generale sulle emissioni di Minibond attuate nel periodo 2012 – 2015.

Con l' introduzione dei Minibond si è inteso offrire al sistema delle PMI un nuovo canale di finanziamento con accesso diretto sul mercato dei capitali.

Man mano che il quadro normativo veniva via via definito nel periodo 2013 – 2014, e assumeva un assetto compiuto, il mercato dei Minibond è gradualmente uscito da una fase iniziale in cui venivano effettuate poche operazioni, quasi sempre di importo rilevante, costruite sulle esigenze di alcune grandi imprese che quotavano spesso i loro titoli in mercati esteri.

A partire dal 2014 e ancor più nel 2015, con l' arrivo sul mercato dei fondi di private debt e delle imprese di assicurazione, con l' attivazione di nuove forme di garanzia e soprattutto con una maggiore conoscenza delle nuove opportunità da parte delle PMI, indotta anche da nuove figure di advisors, si è riscontrata una crescita progressiva e costante sia delle emissioni di Minibond, sia della loro quotazione sul segmento ExtraMOT PRO.

AMMONTARE DELLE EMISSIONI

Anno	Emissioni dell' anno	Emissioni cumulate
2012	2	2
2013	28	30
2014	71	101
2015	78	179
Totale	179	

La tipologia di titoli emessi è costituita in misura preponderante (90% circa) da obbligazioni; sono state collocate anche 19 cambiali finanziarie, spesso nell' ambito di programmi "rolling", e un titolo definito nel regolamento come "titolo di debito".

Al 31 dicembre 2015 il valore nominale complessivo dei titoli emessi ammonta a 7,2 miliardi, di cui 634 milioni emessi da PMI; le emissioni di importo minore o uguale a 50 milioni (relative sia a PMI che a grandi imprese) sono pari all' 85% del totale, per un importo di 1,4 milioni.

In termini numerici le emissioni collocate dalle PMI sono 95 contro le 84 fatte da grandi imprese; in definitiva alle PMI appartengono il 53% delle emissioni complessive in termini numerici e il 9% in termini di valore.

La quota di emissioni collocate annualmente da PMI è passata da un 31% del 2013 al 39% del 2014 per finire al 61% del 2015.

Il valore medio del collocamento, pari a 338 milioni nel secondo semestre 2012, è andato via via decrescendo fino ai 22 milioni del secondo semestre 2015; ciò a riprova di quanto si è già detto circa la netta diminuzione nel tempo delle emissioni di rilevante importo attuate da grandi imprese e il progressivo aumento dei collocamenti effettuati da PMI per importi unitari sensibilmente minori.

Lo strumento "Minibond" si sta evidentemente affermando per la tipologia di imprese e il tipo di emissioni per le quali è stato in effetti concepito : le emissioni hanno una crescita stabile e lineare e tra di esse aumenta annualmente la quota dei collocamenti delle PMI.

LE IMPRESE EMITTENTI

	Campione totale	Anno 2015
Spa	126 (87%)	46 (85%)
Srl	15 (10%)	7 (13%)
Cooperative	3 (2%)	1 (2%)
Veicolo estero	1 (1%)	
PMI	65 (45%)	26 (48%)
Grandi imprese	80 (55%)	28 (52%)
Totale	145	54

Per quanto riguarda le imprese emittenti, il 67% di queste ha un fatturato inferiore o uguale a 50 milioni e andrebbe perciò annoverato tra le PMI, quanto meno limitatamente a questo parametro.

La localizzazione geografica delle emittenti vede una nettissima prevalenza delle regioni del Nord, con il 78% del totale cumulato, mentre il Centro e il Sud si fermano al 13% e al 9% rispettivamente; Centro e Sud hanno evidenziato peraltro nel 2015 un certo risveglio.

Per quanto riguarda il settore di attività di appartenenza, il settore di gran lunga prevalente è quello manifatturiero, dove sono soprattutto concentrate le grandi imprese, mentre al contrario le PMI sono più disperse tra i vari settori.

Delle 54 imprese che hanno emesso Minibond nel 2015 48 erano alla loro prima esperienza di emissione mentre solo 6 avevano già collocato titoli.

Si nota anche che 17 imprese (7 nel 2014 e 5 nel 2015), pari all' 11,7% del totale, al momento dell' emissione dei Minibond avevano già le loro azioni quotate sul mercato borsistico, per lo più il mercato telematico di Borsa Italiana o l' AIM; naturalmente e in linea di massima sono proprio queste le aziende che hanno il fatturato consolidato più elevato ed effettuano le emissioni più consistenti.

Esiste infatti una correlazione positiva fra fatturato dell' impresa e ammontare dell' emissione, anche se non mancano imprese (12) che hanno collocato emissioni per un importo superiore al proprio fatturato.

Come già ricordato, i dati e le informazioni quantitative sopra riportati derivano in buona parte dai due Report presentati dall' Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano.

Pur nella diversità delle impostazioni e definizioni adottate, altre fonti ed altri rapporti confermano le principali tendenze nell' andamento del mercato più sopra evidenziate, soprattutto – per quello che qui ci interessa – il progressivo ingresso sul mercato dei Minibond delle piccole e medie imprese e/o di emissioni di taglio più piccole e la diminuzione della rilevanza quantitativa delle emissioni delle grandi imprese quotate.⁵¹

⁵¹ Cfr. ad esempio EPIC – MINIBOND ITALY “Barometro Minibond. Market Trends – Principali indicatori al 31.12.2015”

4. Gli operatori e gli strumenti del mercato dei Minibond

4.1 Gli investitori professionali che hanno sottoscritto i Minibond

Fin dall' introduzione dei nuovi strumenti finanziari, l' attenzione degli operatori del settore si è dedicata ai tentativi di stimare il mercato potenziale dei Minibond, sia dal lato dell' offerta, e cioè delle possibili aziende emittenti, sia dal lato della domanda, dei fondi cioè che potevano affluire verso tali strumenti di debito.

Già nel corso del 2013 le due Agenzie di Rating italiane autorizzate dall' ESMA hanno prodotto studi per individuare, tra le circa 200 mila PMI italiane, quelle che posseggono le caratteristiche qualitative e quantitative per essere considerate potenziali emittenti di Minibond.

Grazie all' utilizzo delle loro banche dati e delle metodologie di rating, le due Agenzie, CERVED e Crif, hanno cercato di quantificare il bacino di aziende con le potenzialità per emettere e collocare con successo Minibond.

In particolare nelle analisi di Cerved Group si evidenzia come nel corso della prolungata crisi del periodo 2007 – 2013 il numero delle PMI si è ridotto per l' uscita dal mercato delle imprese più deboli, rischiose e vulnerabili; d' altro canto molte delle imprese sopravvissute hanno rafforzato i loro bilanci e la loro struttura.

I sistemi di rating e di scoring evidenziano infatti una forte riduzione dell' area di rischio e un aumento delle aziende solvibili : “ *appare evidente che la crisi ha avviato un processo di selezione darwiniana dell' economia..(..) il profilo di rischio desumibile dai bilanci delle aziende oggi sul mercato rimane migliore di quello pre – crisi : sono solvibili circa il 46% delle società con ricavi oltre i due milioni contro una percentuale del 43% nel 2007; la percentuale di aziende rischiose si è ridotta dal 21% al 17%* ”.⁵²

Per avere possibilità concrete di accedere con successo al mercato dei Minibond, le aziende dovrebbero presentare delle caratteristiche quantitative minime quali un fatturato di almeno 5 milioni, un EBITDA sempre positivo negli ultimi anni e adeguati indici di indebitamento, sostenibilità del debito, cash flow e redditività. Dal punto di vista qualitativo, deve trattarsi di aziende in crescita e dotate di progetti di sviluppo o quanto meno di aziende stabili, anche nei loro flussi di cassa.

⁵² CERVED GROUP “ Esiste un mercato per i Minibond in Italia ? La fotografia delle società non quotate” CERVED, ottobre 2013

Nella ricerca di Cerved Group, tra tutte le società che teoricamente in base alla normativa potrebbero emettere Minibond, considerando simili parametri quantitativi e qualitativi, si è limitata l'analisi a 52.000 società, concludendo che in base al Cerved Group Rating circa 35 mila di queste possono essere considerate “investment grade” e potrebbero quindi essere prese in considerazione per l'emissione di Minibond.



La maggior parte di queste imprese sono PMI con ricavi inferiori a 50 milioni (31 su 35 mila, pari all' 88% delle società investment grade).⁵³

Il CRIF, partendo da criteri e parametri più restrittivi di quelli utilizzati da Cerved Group, nel suo secondo studio sulle imprese target di Minibond realizzato nell'ottobre 2014, individua in quasi 8.000 le imprese italiane che potrebbero emettere Minibond.

Altri operatori, per esempio Prometeia Advisor Sim, stimano il mercato “verosimile” costituito da circa 1.400 PMI⁵⁴; Financial Innovations, elaborando informazioni provenienti dalla Banca Dati AIDA, stima invece le potenziali aziende target in circa 16.000.

⁵³ Cfr. CERVED GROUP “Esiste un mercato per i Minibond in Italia? La fotografia delle società non quotate” CERVED, ottobre 2013, pagg. 10e 11

⁵⁴ Cfr. PROMETEIA ADVISOR SIM “Finanziamento della crescita e Mini-bond: il problema e una possibile (parziale) soluzione”, ANTEO, n. 75, gennaio 2014.

Al di là di questi numeri così diversi e diversamente costruiti, resta comunque il fatto che il mercato potenziale delle PMI che potrebbero emettere Minibond è senza dubbio costituito da qualche migliaio di unità ed è quindi di tutto rilievo.

Deve comunque trattarsi di emissioni dell'ordine di alcuni milioni di euro perché l'ammontare dell'investimento sia appetibile per gli investitori istituzionali e i costi del collocamento non risultino eccessivamente onerosi per l'emittente.

Quest'ultimo deve essere un'azienda in crescita e/o con idonei piani di sviluppo e con livelli di redditività e di cash flow prospettici adeguati al rimborso del debito.

Per quanto riguarda l'aspetto della domanda potenziale di fondi, l'Assogestioni, Associazione Italiana del Risparmio Gestito, ha effettuato nel 2013 una stima del patrimonio che l'industria italiana del risparmio gestito potrebbe potenzialmente indirizzare al finanziamento delle PMI, sia sotto forma di azioni o di obbligazioni (Minibond) emesse da società non quotate.

Nel suo studio l'Assogestioni è partita dal presupposto che questi titoli, anche quando quotati, costituiscano strumenti finanziari "illiquidi" e di conseguenza ha effettuato la sua stima del patrimonio allocabile tenendo presente i vincoli regolamentari alla detenzione di strumenti finanziari illiquidi posti a carico delle varie categorie di operatori del risparmio gestito.

Rinviando allo studio per ulteriori dettagli, per quanto qui interessa, si rileva che Assogestioni ha stimato che dei 1.100 miliardi di euro gestiti dall'industria del risparmio, potrebbe essere destinata al finanziamento delle PMI una cifra compresa tra i 5,5 e gli 11,5 miliardi di euro a seconda dello scenario ipotizzato.

Rilevante è il contributo a tale risultato dei fondi "aperti", che potrebbero canalizzare risorse per un ammontare compreso tra 3,2 e 6,4 miliardi, nonostante il limite del 10% delle loro attività destinabili a titoli illiquidi, che *"non appare incidere in maniera particolarmente penalizzante sull'ammontare delle risorse che i prodotti di gestione collettiva potrebbero mobilitare a favore delle PMI"*.⁵⁵

Per quanto riguarda gli investitori che hanno effettivamente sottoscritto le emissioni di Minibond nel periodo 2012 – 2015, si è già fornito nel 3° capitolo una mappa piuttosto esaustiva delle varie tipologie di investitori e delle loro quote di mercato, relativa a circa 150 emissioni di importo inferiore a 50 milioni.

⁵⁵ Vedi ASSOGESTIONI "L'industria del risparmio gestito e il finanziamento delle PMI", Position Paper, giugno 2013

Data la rapidità con cui il nuovo mercato dei Minibond e degli altri titoli di debito di società non quotate si sta evolvendo, risultano particolarmente significativi i dati relativi alle emissioni del solo anno 2015 :

- la quota di mercato dei fondi chiusi di debito ha raggiunto il 55% del totale;
- anche la quota delle assicurazioni è in forte incremento nel 2015, sfiorando il 10%;
- le banche, che teoricamente sarebbero in concorrenza con il mercato dei Minibond, conservano significative quote di mercato;
- altrettanto significativa è la presenza delle SGR che includono i Minibond nelle loro gestioni di fondi aperti e di portafogli individuali, a conferma di quanto più sopra evidenziato circa la rilevanza degli investimenti dei fondi aperti nel settore;
- permane anche una discreta quota relativa a banche e fondi di investimento esteri;
- alcune società finanziarie regionali, soprattutto nelle regioni del Nord Italia, oltre a lanciare progetti di sostegno alle emissioni di Minibond da parte di imprese locali, hanno anche direttamente sottoscritto parte di alcuni collocamenti effettuati nei loro territori.⁵⁶

Le prime emissioni di Minibond sono state spesso sottoscritte dalla banca (o da un pool di banche) che aveva svolto anche il ruolo di arranger dell' emissione, spesso operante nello stesso territorio della società emittente.

Successivamente, con il diffondersi della conoscenza dello strumento, e grazie anche agli ulteriori interventi legislativi che hanno ampliato i soggetti che potevano godere degli incentivi fiscali alla sottoscrizione di Minibond, lo sviluppo del mercato ha portato alla nascita di un discreto numero di fondi di investimento chiusi specializzati nella sottoscrizione di tali obbligazioni, denominati fondi di Minibond o fondi di private debt; il mercato è in continua crescita ed aumenta il numero dei soggetti interessati ad investire in Minibond.

Attualmente gli investitori istituzionali (fondazioni, fondi pensione, casse di previdenza etc.) che intendono avvicinarsi al mercato dei Minibond lo fanno per il

⁵⁶ Vedi ad esempio le iniziative di supporto agli emittenti di Minibond attivate dalla CCIAA di Cuneo che prevedono il rimborso di una parte dei costi di emissione e collocamento oppure il "Progetto Minibond" di Finlombarda Spa e Regione Lombardia, che prevede sia un voucher a copertura dei costi di emissione, sia la sottoscrizione diretta di una parte (fino al 40%) dei Minibond emessi

tramite di veicoli appositamente istituiti, specializzati nel selezionare le migliori opportunità, partecipando così ad un portafoglio titoli e beneficiando degli effetti della diversificazione, con tipologie di attivi che offrono un efficiente rapporto rischio rendimento.

Oltre ai fondi chiusi di private debt, di cui si parlerà diffusamente più avanti, altre tipologie di veicoli dedicati ai Minibond e titoli simili possono essere le società veicolo per la cartolarizzazione (SPV di cui alla legge 130/1999), e fondi interni costituiti da società di assicurazione.

Sono comunque tutte tipologie caratterizzate da un basso grado di liquidità, da politiche di investimento del tipo “buy and hold” che consistono nella sottoscrizione dello strumento finanziario al momento dell’ emissione e nel mantenimento in portafoglio fino alla naturale scadenza.

Considerata quindi la sostanziale natura illiquida dello strumento Minibond, anche se eventualmente quotato in un segmento professionale come l’ ExtraMOT PRO, ne discende conseguentemente che la forma del fondo di investimento “chiuso” costituisca la scelta più opportuna se non obbligata per una sana gestione di questa tipologia di attivi.

“L’ elemento caratterizzante il Fondo Chiuso è il diritto del partecipante di ottenere il rimborso delle quote solo alla scadenza predeterminata coincidente con il termine di durata del fondo(...)fatto salvo che il Regolamento preveda la possibilità di rimborso anticipato. Questa modalità è ovviamente funzionale alle caratteristiche di illiquidità strutturale che normalmente caratterizzano gli attivi in cui il patrimonio del fondo chiuso è investito. E’ corretto quindi asserire che la durata del fondo debba risultare coerente con la natura dei suoi investimenti.”⁵⁷

4.2 I fondi di private debt.

I fondi di private debt sono fondi comuni di investimento mobiliari di tipo chiuso con un numero di quote predeterminato, destinate solo ad investitori professionali qualificati che li sottoscrivono sulla base di un regolamento del fondo stesso e in vista delle sue predeterminate strategie di investimento.

⁵⁷ AIAF “ Guida agli strumenti finanziari alternativi. Dalle cambiali ai Minibond”, Quaderni AIAF n. 160, dicembre 2013, pag. 44,
Per un’ ulteriore definizione di “prodotto illiquido”, si veda la Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009.

I fondi chiusi specializzati in Minibond vengono per lo più costituiti da Società di Gestione del Risparmio (SGR), usualmente con raccolta compresa tra 50 e 200 milioni di euro, per investire esclusivamente o quantomeno in via prevalente in obbligazioni (Minibond), cambiali finanziarie e titoli simili di cui al Decreto Sviluppo.

All'atto della costituzione del fondo, viene predeterminato l'importo che i gestori del fondo stesso intendono raccogliere sul mercato da parte degli investitori; quando, sulla base degli impegni raccolti dagli investitori (commitment), i gestori del fondo raggiungono l'importo previsto, non possono più essere raccolte nuove adesioni (closing) ed il fondo è pronto ad operare.

Il regolamento del fondo determina le modalità operative dello stesso e le sue strategie di investimento quali limiti alla tipologia di titoli in cui investire, settori di intervento, limiti di concentrazione, durata massima degli investimenti, eventuale distribuzione dei proventi, governance del fondo etc.

In particolare, la governance del fondo deve garantire l'indipendenza della SGR e degli organi di gestione del fondo dagli investitori, dalle società target e da eventuali advisor.

Si ricorda inoltre che questa tipologia di fondi rientra nel campo di attuazione della Direttiva 2011/61/UE (cosiddetta Direttiva Aifmd) e del Decreto Legislativo di recepimento n. 44 del 4 marzo 2014, nonché della successiva regolamentazione di attuazione emanata da Consob e Banca d'Italia.

Il primo fondo dedicato ai Minibond, il "Fondo Minibond Pmi Italia", è stato costituito nel maggio del 2013, con la collaborazione di Confindustria, dal Monte dei Paschi di Siena e Finanziaria Internazionale Investments Sgr che ne assicura la gestione.

Da allora sono stati lanciati diversi fondi analoghi, specializzati in Minibond, ad opera di banche, di operatori indipendenti e di banche ed indipendenti insieme; peraltro tra la fase di costituzione e lancio e l'effettivo inizio dell'operatività dei fondi passano spesso tempi non brevi per la necessità di effettuare la raccolta dei fondi e pervenire al closing predeterminato; si sono anche verificati casi di fondi che non sono riusciti a raggiungere tutti i commitments previsti e sono stati quindi abbandonati.

Attualmente operano sul mercato diversi fondi specializzati in Minibond ed è pertanto possibile esaminare le loro modalità operative e il ruolo che hanno ormai sul mercato di questi strumenti finanziari.

Oltre alle più volte citate informazioni e statistiche fornite dall' Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, a proposito dei fondi di Minibond esistono anche i dati resi disponibili dall' AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt - che ha inserito nel suo ambito di attività anche questi fondi, affermando :

*“I nuovi soggetti presentano alcune caratteristiche richiamabili, sia in termini di struttura giuridica, sia in termini di operatività, ai gestori che operano nel settore del private equity. Per questo motivo, la sigla fondi di private debt è stata utilizzata, da un lato, per richiamare l'assonanza con il mondo del private equity e, dall'altro, per mettere in risalto la principale caratteristica dei nuovi attori, cioè l'investimento in titoli di debito o ibridi e non di capitale di rischio puro.”*⁵⁸

Secondo i dati AIFI, al dicembre 2015 erano attivi in Italia 26 fondi di private debt, di cui 17 membri dell' Associazione, per i quali essa dispone ovviamente di maggiori informazioni; la raccolta effettuata dal totale di questi fondi nel periodo 2013 – 2015 ammonta a 923 milioni e gli investimenti effettuati a 406 milioni.

I soci AIFI rappresentano il 65% degli operatori attivi e i non soci sono prevalentemente di origina bancaria; tra i soci la metà sono attivi solo nel private debt mentre gli altri operano anche nel private equity; i soci italiani sono quasi esclusivamente Sgr mentre esistono anche 4 soci internazionali.

Tra i soci AIFI, la raccolta è stata effettuata per circa il 96% in Italia, da operatori sia italiani che internazionali, e proveniva dalle seguenti tipologie di fonti :

- Banche 49%
- Assicurazioni 20%
- Fondi pensione e cassa di previdenza 16%
- Inv. Individuali e family office 6%
- Fondazioni bancarie 6%
- Altro 3%

⁵⁸ AIFI ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT gennaio 2014

Gli investimenti effettuati nel periodo sono costituiti per l' 89% da titoli obbligazionari di cui il 15% già quotati, 28% non quotati e il 57% con quotazione contestuale. In merito alla dimensioni delle sottoscrizioni, sempre tra i soci AIFI, la ripartizione è la seguente :

- 0 – 5 mln. 20%
- 5 – 10 mln. 69%
- 10 – 15 mln. 8%
- più di 15 mln. 3%

Nel 1° semestre del 2016, le statistiche AIFI segnalano un consistente incremento della raccolta (+ 30% rispetto al 1° semestre 2015) grazie alla presenza di nuovi operatori che hanno terminato il closing, con un incremento della raccolta proveniente da fondi di fondi istituzionali e dal settore pubblico.⁵⁹

I dati dell' Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, che sono relativi alla generalità degli operatori del Private Debt, sostanzialmente concordano con il quadro fin qui descritto, segnalando nuove risorse disponibili per 900 milioni ed investimenti già effettuati per 455 milioni.

I fondi di Private Debt operanti in Minibond vengono suddivisi come segue in base al grado di operatività raggiunta al 31 dicembre 2015 :

- n. 12 fondi con investimenti già all' attivo;
- n. 7 fondi prossimi a terminare il primo closing;
- n. 4 iniziative in fase di partenza

Nel complesso dell' attività dei fondi di debito specializzati in Minibond si sono evidenziate finora difficoltà sia nella fase critica del fundraising, sia nell' individuazione delle imprese target : *“alcuni fondi hanno dovuto rivedere i Regolamenti introducendo criteri di selezione meno stringenti, altri hanno rivisto al*

⁵⁹ Per tutte le statistiche relative ai soci AIFI, si vedano i Report AIFI “Il mercato italiano del Private Debt” del 2 marzo 2016 e “Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nel primo semestre 2016”, 20 ottobre 2016

ribasso le aspettative relative agli obiettivi di raccolta, altre iniziative sono rimaste solo sulla carta.”⁶⁰

Per risolvere in particolare le difficoltà nella raccolta ed incentivare così la creazione di più fondi di debito specializzati in Minibond, è intervenuto il Fondo Italiano d' Investimento (FII), SGR costituita nel 2010 da Cassa Depositi e Prestiti, Confindustria, Abi ed alcuni tra i principali gruppi Bancari del paese allo scopo di contribuire attraverso l' istituzione di fondi chiusi al finanziamento delle aziende nazionali di medie dimensioni e agevolando i processi di aggregazione tra imprese minori.

Il FII opera come fondo dei fondi, promuovendo e partecipando alla costituzione di fondi chiusi che operano nel private equity, nel venture capital e, a partire dal 2014, anche nel private debt, con la costituzione del FOF Private Debt dedicato a investimenti nella forma di commitment in fondi italiani del settore. Il FOF Private Debt ha un target di 500 milioni ed ha già effettuato un primo closing di 250 milioni, a settembre 2014 sottoscritto dalla CDP, ed un secondo ad aprile 2015 di ulteriori 45 sottoscritto da alcuni istituti di credito, mentre a fine 2016 la raccolta complessiva ha toccato i 400 milioni con l' ingresso di nuovi investitori diversi dagli azionisti della Sgr (assicurazioni, fondi pensione e case di previdenza).

Per quanto riguarda gli investimenti, a settembre 2016 il FOF Private Debt aveva in portafoglio 9 fondi di private debt che hanno già concluso o stanno per concludere il primo closing e hanno nel complesso mobilitato risorse per circa 1 miliardo; alla stessa data i fondi selezionati e partecipati dal FOF Private Debt hanno effettuato 24 operazioni in 20 società, investendo circa 200 milioni, prevalentemente per finanziare progetti di crescita interna ed esterna ovvero per riorganizzare l'azionariato e solo limitatamente per effettuare operazioni di rifinanziamento.

Il ruolo del FOF Private Debt è stato finora fondamentale per promuovere lo sviluppo del mercato favorendo la nascita e l' operatività di diversi operatori e attraendo risorse da ulteriori investitori istituzionali che, incentivati dalla presenza attiva del FII, hanno investito anche loro fondi nel settore, come ad esempio il FEI

⁶⁰ Vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016, pag. 59

(Fondo Europeo per gli Investimenti) che ha investito in 4 delle iniziative selezionate dal FOF Private Debt avendo stipulato con lo stesso un accordo di coinvestimento.⁶¹

Per quanto riguarda l'operatività e il processo di investimento dei fondi di Private Debt specializzati in Minibond, si può evidenziare come abitualmente è presente una fase preliminare di pre-selezione di più opportunità di investimento, cioè di aziende target, svolta in collaborazione con altri soggetti della filiera produttiva, a monte e/o a valle, come advisor, banche arranger, investitori, associazioni di categoria etc.

Le opportunità selezionate nella fase di screening, vengono poi sottoposte al Consiglio di Amministrazione della Sgr che delibera quelle per le quali si può procedere, attraverso una due diligence attuata anche in collaborazione agli altri operatori coinvolti, ad una vera e propria fase pre-istruttoria, nel corso della quale si analizzano i requisiti necessari della società target e dell'emissione, e successivamente ad una fase istruttoria con l'analisi del merito di credito.

Al termine dell'istruttoria, e previo parere del Comitato consultivo (quando esistente), il Consiglio di Amministrazione delibera l'investimento e si procede con la sottoscrizione.

Rinviando alle molte pubblicazioni esistenti per ulteriori dettagli sul procedimento di emissione⁶², si vuole qui richiamare l'attenzione su alcuni aspetti.

Come già evidenziato prima, la governance dei Fondi e il processo di investimento devono prevedere ogni cautela per evitare possibili conflitti di interesse tra i vari soggetti coinvolti nell'emissione e nella sottoscrizione, soprattutto quando nell'operazione siano coinvolte banche con una pluralità di ruoli (segnalazione dell'impresa target, arranger, proprietaria della Sgr, collocatrice delle quote del Fondo e magari istituto affidante della società emittente) : non a caso alcuni regolamenti impediscono ogni investimento in titoli emessi da imprese di cui le banche partner del fondo siano creditrici.

Ci sono poi ormai diversi casi di fondi che sono attivi sia nel private debt che nel private equity, come evidenziato anche dai dati AIFI illustrati precedentemente,

⁶¹ Sul Fondo Italiano d' Investimento , sulla sua funzione e la sua operatività, vedi FONDO ITALIANO D'INVESTIMENTO "Supporto allo sviluppo del mercato del private debt : il ruolo di Fondo Italiano d' Investimento", Ottobre 2016 e anche "relazione di Gestione del FOF Private Debt al 31 dicembre 2015".

⁶² Si veda ad esempio V. MARZETTI "Analisi comparativa dei Fondi di Minibond" in appendice a A.MEIANI, L. RIZZI, D. SABATINI " Guida ai Minibond. Strumenti innovativi per la finanza delle PMI" Bancaria Editrice, 2015, pagg. 95 e ss. o anche AIFI " Guida pratica ai Fondi di Private Debt " febbraio 2016.

oppure fondi istituiti da soggetti che hanno il loro core business proprio nell'investimento in capitale di rischio e che quindi utilizzano il debito nelle sue varie forme come leva complementare per la strutturazione dei loro deal e non sono quindi focalizzati sui Minibond.⁶³

In questi casi l'emissione di un Minibond viene vista come uno step di un percorso che in tempi più o meno lunghi mira a portare la società target alla quotazione in Borsa, al AIM o al mercato regolamentato.

Lo sviluppo quantitativo dei fondi di private debt e la potenziale dotazione di fondi da investire che si stanno manifestando negli ultimi tempi, dimostrano come “ *i fondi di private debt italiani costituiscano un' opportunità di investimento estremamente interessante per quegli investitori che siano alla ricerca, nel panorama del reddito fisso, di ritorni interessanti a rischi contenuto. In un mercato a tassi zero, il private debt italiano è in grado di offrire ritorni agli investitori nell' ordine del 4 – 7%, al netto di tutti i costi, comprese le commissioni di gestione e quelle di performance.... In conclusione, lo sviluppo dei fondi di private debt è legato ad una impellente esigenza di sistema ma trova, nei propri meriti, una validissima ragion d' essere.*”⁶⁴

4.3 Gli interventi diretti all'ampliamento degli investitori coinvolti

4.3.1 Altre tipologie di investitori

Per quanto riguarda l'estensione della possibilità di sottoscrivere Minibond per altre tipologie di investitori si ricorda che nel 2014 con i decreti “Piano Destinazione Italia” e “Decreto Competitività”, si è accordata ad imprese di assicurazione, fondi degli enti di previdenza e fondi pensione la possibilità di considerare anche gli investimenti in Minibond e titoli simili o in OICR a questi dedicati, tra le attività ammesse a copertura delle riserve tecniche, cui questi soggetti sono tenuti per legge. Inoltre, modificando la legge 130 del 1999, si stabilisce che la legge si applica anche alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie e che i titoli emessi nell'ambito di tali operazioni di cartolarizzazione, anche non destinati a quotazione, costituiscono anch'essi attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle

⁶³ Vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 63.

⁶⁴ PROMETEIA SIM “ Il Private Debt italiano : una grande opportunità, dove conta il gestore, non il veicolo di investimento”, ANTEO, n. 79, settembre 2014, pag. 18.

imprese di assicurazione e investimento compatibile con le disposizioni in materia di limiti di investimento dei fondi pensione.

Si è inoltre provveduto ad estendere l'esenzione dalla ritenuta d'acconto sugli interessi anche ai proventi corrisposti a tali soggetti e derivanti dai Minibond e altri titoli similari da essi posseduti; analoghe agevolazioni sono state previste anche a favore degli Special Purpose Vehicles (SPV) per le operazioni di cartolarizzazione di questo tipo titoli.

L'insieme di questi provvedimenti è diretto ad accrescere la diffusione dei Minibond nei portafogli degli investitori istituzionali attraverso l'aumento del numero di soggetti acquirenti di tali strumenti e rimuovendo vincoli all'operatività di alcuni investitori rispetto all'acquisto e alla detenzione di questi titoli che hanno una natura particolarmente illiquida.

Questi provvedimenti richiedevano, tra l'altro, da parte degli enti di vigilanza preposti (IVASS, COVIP, Banca d'Italia), l'emanazione di normative di attuazione. Per quanto riguarda le compagnie di assicurazione l'IVASS (Istituto di Vigilanza per le Assicurazioni) prima con una lettera al mercato, poi con le necessarie modifiche al regolamento n. 36/2011 in materia di investimenti e attivi a copertura delle riserve tecniche, ha stabilito che:

- a) nella lista degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche dei rami vita e danni è inserita una nuova classe di investimenti che comprende le obbligazioni e i titoli similari di cui al decreto sviluppo; l'investimento in questa nuova classe di attivi è ammessa fino al 3% delle riserve tecniche da coprire, anche se si tratta di titoli non negoziati in un mercato regolamentato;
- b) nella medesima lista è introdotta un'ulteriore classe di investimenti ammessi relativa alle operazioni di cartolarizzazione di obbligazioni e titoli similari previste dal decreto "Destinazione Italia"; anche per questa classe l'investimento è ammesso fino al limite del 3% delle riserve tecniche da coprire.

Gli investimenti di cui ai due punti precedenti possono essere attuati sia in via diretta dalle imprese sia attraverso fondi comuni di investimento.

Tale normativa secondaria, che rimuove anche diversi vincoli operativi preesistenti per tali tipologia di attivi, dovrebbe liberare un importo tra i 18 e i 30 miliardi di euro che le imprese assicurative potevano destinare all'acquisto e alla detenzione di

Minibond, tenuto conto che le riserve tecniche complessive del settore ammontano quanto meno a oltre 600 miliardi; si tratta comunque di un impegno potenziale che spetta alle scelte delle singole imprese assicurative di attivare o meno.

Esaminando la situazione di questi investimenti dall'attuazione della normativa fino al 2015 si può constatare come l'atteggiamento delle compagnie in materia di investimenti non tradizionali dei loro attivi, sia stato finora piuttosto cauto, e le nuove possibilità di investimento introdotte sono state scarsamente utilizzate.

In particolare, per quanto riguarda i Minibond, le compagnie sono disposte a investire le proprie risorse nel sostegno alle PMI a condizione di ridurre al minimo il rischio.

Nella relazione annuale sull'attività svolta dall'IVASS nell'anno 2015, il presidente Salvatore Rossi, dopo aver sottolineato come le compagnie stiano aumentando la loro quota di investimenti finanziari diversi dai titoli di Stato, detenendo in portafoglio a fine 2015 obbligazioni di imprese per oltre 120 miliardi rispetto ai 90 miliardi dei due anni precedenti ha osservato “ *l'accresciuta inclinazione delle compagnie assicurative verso le obbligazioni corporate si scontra però con i limiti dell'offerta nazionale(...). Le pur limitate opportunità di investimento alternativo rispetto alle obbligazioni pubbliche o di grandi imprese private, come i Minibond e le relative cartolarizzazioni, trovano le compagnie assicurative italiane molto caute: l'anno scorso gli investimenti di quel tipo sono ammontati ad una manciata di milioni. L'ulteriore forma di investimento alternativo, il credito diretto alle imprese, non è a oggi sviluppata.*”⁶⁵

Nella medesima relazione si rileva, infatti, nel portafoglio dei titoli di debito l'incremento della presenza di obbligazioni societarie tra le attività di copertura: tale incremento riguarda però esclusivamente le obbligazioni quotate, mentre le obbligazioni non quotate rimangono ferme intorno ai 3 miliardi e mezzo in tutto il periodo 2013-2015.

Nonostante l'attuale andamento dei tassi di interesse e le esigenze delle compagnie assicuratrici di diversificare il loro portafoglio alla ricerca di più alti rendimenti, il flusso di fondi disponibili nel comparto assicurativo per il finanziamento alle PMI

⁶⁵ IVASS “Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015. Considerazioni del presidente Salvatore Rossi” Roma 15/06/2016 pag. 6

non si è ancora rivolto alla sottoscrizione di Minibond e questa rimane pertanto un'opportunità poco sfruttata.

Per quanto riguarda i fondi pensione la normativa relativa alle forme pensionistiche complementari prevede che la gestione degli investimenti sia, di norma, affidata ad operatori professionali a ciò abilitati, quali banche, SGR, SIM e imprese di assicurazione e soltanto in alcuni casi si possa attuare una gestione diretta.

La disciplina degli investimenti dei fondi tiene conto della finalità non speculativa dell'investimento, nei quali la massimizzazione degli investimenti può essere perseguita solo entro un grado di rischio che sia ragionevole e compatibile con la finalità previdenziale.

La COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) nella sua relazione per l'anno 2015 evidenzia che il patrimonio delle forme pensionistiche complementari, cui fanno capo le scelte di investimento, mostra un incremento del portafoglio obbligazionario corporate per la quasi totalità riferito a titoli quotati, sottolineando le difficoltà di valorizzazione e liquidabilità degli strumenti non quotati.

La relazione indica inoltre che gli investimenti in fondi mobiliari chiusi continuano a costituire un fenomeno marginale e pertanto la quota delle risorse dei fondi destinata al finanziamento delle PMI rimane ancora esigua.⁶⁶

L'operazione di cartolarizzazione di Minibond, attualmente consentita dalla legge 130/1999, può dare un importante contributo nella risoluzione di alcuni problemi che impediscono o rallentano lo sviluppo di tali strumenti finanziari.

Come già più volte notato, la ridotta dimensione media di una singola emissione di Minibond da parte di una PMI non solo rende di fatto tale strumento sostanzialmente illiquido, anche se eventualmente quotato su un sistema multilaterale di negoziazione ma non permette di raggiungere una dimensione minima tale da ripagare i costi di emissione e attrarre l'interesse dei potenziali investitori istituzionali; in molti casi anche la concentrazione del rischio su di un'unica PMI può disincentivare l'intervento degli investitori.

Con la strutturazione di un'operazione di cartolarizzazione di Minibond si mira pertanto a raggiungere i seguenti obiettivi :

- incrementare la liquidità dei titoli, mediante la selezione di più asset e la successiva sottoscrizione in blocco da parte di una SPV con conseguente

⁶⁶ Cfr. COVIP "Relazione per l'anno 2015. Considerazioni del presidente" Roma 9/06/2016

creazione da parte di quest' ultima di un portafoglio di ABS maggiore dei singoli assets sottostanti e quindi dotato di maggior liquidità;

- incrementare la base degli investitori, mediante il meccanismo di tranching, che permette l' emissione di diverse tipologie di titoli con profili diversi di rischio/rendimento, acquistabili da figure diverse di investitori.

Un' operazione finanziaria di cartolarizzazione di Minibond può avvenire secondo il seguente schema semplificato :

1. una società emette il Minibond oppure più società emettono più Minibond;
2. la società veicolo (SPV) da un lato sottoscrive i titoli, dall' altro emette i suoi titoli Asset Backed Security;
3. gli investitori istituzionali sottoscrivono i titoli ABS della società veicolo.
4. Alle scadenze previste, la/le società emittenti rimborseranno i Minibond alla SPV che a sua volta rimborserà i sottoscrittori dei titoli ABS.

Mediante la struttura della cartolarizzazione, è possibile da un lato raggruppare in un' unica operazione strutturata più PMI emittenti che da sole non avrebbero lo standing per collocare Minibond, dall' altro suddividere il rischio fra una pluralità di investitori che sottoscrivono gli ABS, beneficiando inoltre della segregazione del patrimonio della società veicolo e delle altre tutele ex lege previste dalla legge 130/1999 per i sottoscrittori degli ABS.

La struttura dell' operazione potrebbe prevedere il frazionamento del rischio del portafoglio di Minibond in due classi di rischio, una tranche senior pari al 75%-85% dei titoli ABS sottoscritta da investitori istituzionali, ed una tranche junior pari al restante 15% - 25%, che potrebbe essere sottoscritte da investitori pubblici o comunque legati al territorio o dalle stesse società emittenti

Da più parti si ritiene che l' applicazione della disciplina della cartolarizzazione all' emissione dei Minibond, soprattutto per la possibilità di aggregare diverse emissioni in un unico portafoglio, sia uno strumento fondamentale per la diffusione di tali strumenti finanziari e per l' ampliamento della platea di investitori disposti a sottoscriverli.

La prima operazione di cartolarizzazione di Minibond è stata realizzata nel luglio 2014 ad opera di 8 società emittenti appartenenti al Consorzio Viveracqua che raggruppa 11 gestori del sistema idrico integrato del Veneto.

Ognuna delle otto società ha emesso un Minibond per un valore complessivo di 150 milioni; i Minibond sono stati sottoscritti da una società veicolo costituita ai sensi della legge 130/99, denominata Viveracqua Hydrobond Srl 1, che a sua volta ha emesso titoli ABS che sono stati sottoscritti principalmente dalla BEI Banca Europea degli Investimenti e da altri minori investitori locali.

I Minibond emessi hanno una scadenza di 20 anni, sono a tasso fisso e sono stati quotati all' ExtraMOT PRO, mentre i titoli ABS, che hanno caratteristiche speculari, sono quotati nella Borsa, di Lussemburgo.

Il rimborso dei titoli ABS avverrà tramite il flusso di cassa proveniente dal rimborso e dalla remunerazione dei Minibond e sarà garantito fino al 6% da una garanzia rilasciata dalla Regione Veneto, tramite la finanziaria Veneto Sviluppo (credit enhancement a garanzia delle prime perdite) e dagli stessi emittenti tramite disponibilità di cassa per un ulteriore 14%.

La cartolarizzazione è stata replicata da una seconda operazione, effettuata nel gennaio del 2016 per un importo di 77 milioni e con una struttura simile alla prima : emittenti sono altri 5 gestori appartenenti allo stesso Consorzio, la società veicolo è la stessa già utilizzata ed anche i nuovi titoli ABS sono stati sottoscritti principalmente dalla BEI e sono supportati dalla stessa tipologia di garanzie.

Con tali cartolarizzazioni si è inteso realizzare un' operazione di finanziamento di sistema che, per importo e standing creditizio, potesse attrarre investitori professionali come la BEI e permettesse agli emittenti di alimentare le loro attività di investimento con provvista a lungo termine, diversificando le loro fonti di finanziamento e creando valore per la comunità locale.

Nonostante uno degli obiettivi di tali operazioni sia stato anche quello di creare un struttura pilota, replicabile anche in altre regioni e/o in altri settori con il coinvolgimento di investitori istituzionali, anche esteri, assicurazioni, fondi pensione e fondi infrastrutturali, non risultano effettuate ulteriori operazioni di cartolarizzazione di Minibond; si ha soltanto notizia di ipotesi in tal senso contenute nel progetto "Finance For Food" proposto agli operatori del settore enogastronomico da alcuni advisors d' intesa con il Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza e Unioncamere Lombardia.⁶⁷

⁶⁷ Cfr. L. FRIGIOLINI, G. PAGLIETTI, R. CALUGI "Modello operativo per l' accompagnamento delle PMI italiane sul mercato obbligazionario", 2016

4.3.2 Estensione delle possibilità di garanzia

Per quanto riguarda le garanzie utilizzate a supporto del collocamento dei Minibond, che sono state diffusamente illustrate nel capitolo precedente, in questa sede ci si limita a segnalare che anche nel nascente mercato di tali strumenti finanziari si sta iniziando a diffondere una forma di garanzia costituita da un utilizzo “innovativo” di forme tradizionali come il pegno e/o il privilegio.

Da diversi anni istituti di credito, soprattutto in Emilia Romagna e Veneto, accordano varie tipologie di finanziamenti ad aziende del settore agro – alimentare dietro garanzie reali (pegno o privilegio) sul “magazzino” di prodotti delle aziende medesime : si ricordano infatti aperture di credito e finanziamenti in pool accordati a fronte di garanzie reali su vini in cantina per invecchiamento o Prosciutti di Parma in stagionatura.

Così, riprendendo tali esperienze, nel febbraio 2016 la società cooperativa agricola “4 Madonne Caseificio dell’ Emilia” ha collocato e quotato sull’ Extra MOT PRO un Minibond a 5 anni per un valore nominale di 6 milioni di euro ponendo a garanzia del prestito forme di Parmigiano Reggiano in stagionatura per un valore pari al 120% dell’ emissione.

Tecnicamente si tratta di un pegno di tipo rotativo, quindi man mano che le forme raggiungono la stagionatura desiderata, vengono vendute e sostituite da altre forme più “giovani” per conservare il valore della garanzia; oltre ai classici vantaggi di tipo più strettamente finanziario, il Minibond permetterà all’ azienda di incrementare la stagionatura del prodotto aumentando così anche i margini di guadagno.⁶⁸

Questa forma innovativa di garanzia dei prestiti, basata sulla garanzia reale accordata su prodotti enogastronomici di elevata qualità, consente quindi di liberare risorse altrimenti bloccate per i lunghi periodi di stagionatura e/o invecchiamento, agevolando nel contempo la tutela della qualità del prodotto.

Sono allo studio analoghe iniziative nel settore viticolo, dove i vini di elevata qualità prima di essere immessi sul mercato hanno bisogno di un processo di invecchiamento e alimentano perciò il valore degli stock per più esercizi; si tratta di attività, come altre del settore agro-alimentare, che, a causa dei loro processi di

⁶⁸ Vedi in proposito 4 MADONNE CASEIFICIO DELL’ EMILIA SOCIETA’ COOPERATIVA AGRICOLA “Documento di Ammissione “, pag. 36, Regolamento del Prestito, art. 3 Garanzie.

maturazione, stagionatura ed invecchiamento, implicano rilevanti immobilizzazioni di capitale circolante che possono essere sostenute con emissioni di prestiti a medio e lungo termine.⁶⁹

⁶⁹ Cfr. C.A. FINOTTO “Aziende del vino candidate ideali ai Minibond, ma poche lo sanno.” IL SOLE 24ORE, 1° aprile 2016

5. Il mercato ExtraMOT Pro: analisi delle quotazioni realizzate

5.1 Finalità dell'istituzione del segmento ExtraMOT Pro

Il segmento professionale ExtraMOT PRO è stato istituito da Borsa Italiana Spa nel febbraio del 2013 per arricchire la propria offerta obbligazionaria nell'ambito dei mercati obbligazionari già gestiti dalla società.

Si ricorda infatti che Borsa Italiana, Spa nata dalla privatizzazione dei mercati di borsa e appartenente attualmente al Gruppo London Stock Exchange, gestisce i seguenti mercati obbligazionari :

- MOT – Mercato Telematico delle Obbligazioni, che è l'unico mercato regolamentato delle obbligazioni italiano, suddiviso nei due segmenti DomesticMOT ed EuroMOT e accessibile anche agli investitori non professionali o retail;
- ExtraMOT, sistema multilaterale di negoziazione (MTF) per gli strumenti obbligazionari, come i due precedenti accessibile anche agli investitori non professionali.

L'ExtraMOT PRO è stato istituito come segmento dedicato ai soli investitori professionali nell'ambito di ExtraMOT per consentire, alle PMI ed in generale alle società italiane non quotate, la negoziazione dei nuovi strumenti di debito introdotti dal Decreto Sviluppo e di godere così delle opportunità anche fiscali previste dalla nuova normativa.

Non si tratta quindi di un vero e proprio mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID (con i molteplici oneri per gli operatori e le connesse tutele per gli investitori retail che ne derivano), ma di un sistema di scambi organizzato (MTF) basato su di una piattaforma di negoziazione elettronica e su procedure automatiche di settlement.

Il nuovo segmento punta ad esser un mercato agile, flessibile e snello, particolarmente adatto alla quotazione dei Minibond emessi dalle PMI: proprio per queste sue caratteristiche, nonché per la natura e i rischi insiti nei nuovi strumenti di debito, è riservato ai soli investitori professionali.

In sostanza, per dare alle riforme normative e fiscali maggiore concretezza ed efficacia, Borsa Italiana ha voluto dar vita ad un mercato secondario dei nuovi

strumenti di debito delle società non quotate venendo così incontro alle aspettative sia degli emittenti che degli investitori.

Con la creazione del nuovo segmento, Borsa Italiana “ *ha risposto all’ esigenza sentita dai vari operatori di creare un mercato del debito anche in Italia, in linea con quanto avviene in altri paesi, dove possa avvenire la contrattazione di obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond; un segmento nato con il chiaro intento di coinvolgere sempre di più i vari operatori internazionali, sensibili non solo al rendimento dei loro investimenti ma anche alla possibilità di un eventuale rapido smobilizzo*”.⁷⁰

L’ esistenza di un efficiente mercato secondario dei Minibond permetterebbe infatti agli investitori di fronteggiare eventuali esigenze di liquidità smobilizzando il loro investimento; la quotazione dei titoli in un sistema multilaterale di negoziazione risulterebbe pertanto particolarmente attrattiva per gli investitori istituzionali quali assicurazioni, fondi pensione ed enti di previdenza in quanto consentirebbe loro di inserire nei loro portafogli impieghi di buon rendimento ma anche agevolmente liquidabili.

Dal punto di vista degli emittenti, oltre ad attrarre un maggior numero di potenziali investitori grazie alla liquidabilità dei titoli, la quotazione all’ ExtraMOT PRO dovrebbe anche consentire loro di ottenere prestiti a tassi di remunerazione inferiori grazie alla minore incidenza del rischio di liquidità derivante proprio dalle possibilità di agevole smobilizzo dei titoli.

La negoziazione dei Minibond in un mercato secondario efficiente e liquido potrebbe anche consentire agli investitori di realizzare interessanti guadagni dalla rivendita dei titoli, in caso di favorevole andamento dei tassi del mercato finanziario e di abbandono della logica “buy and hold”.

Il nuovo segmento professionale è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, mutue assicuratrici, enti pubblici e loro controllate e si propone di offrire alle società emittenti un mercato dove far negoziare i loro titoli di debito, già sottoscritti dagli investitori, che abbia le seguenti caratteristiche :

⁷⁰ C. ARLOTTA ed altri “La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo.” Franco Angeli, 2014, pag. 88.

- flessibilità ed efficienza, con requisiti di ammissione e informativi poco stringenti ed un processo di quotazione rapido e snello;
- economicità, con ridotti costi di listing, deducibilità degli interessi passivi corrisposti sui titoli ed esenzione dalla ritenuta per gli investitori;
- visibilità, grazie all' ampio network di investitori professionali connessi e al brand internazionale di Borsa Italiana come mercato obbligazionario.

Si ricorda che Borsa Italiana costituisce oggi una società per azioni con fini di lucro, appartenente ad un analogo gruppo multinazionale, ed ha quindi interesse a collocare i suoi servizi presso un numero più ampio possibile di operatori, anche estendendo la gamma dei suoi “prodotti” ed offrendoli ad una più vasta clientela potenziale.

Peraltro, pur perseguendo il suo legittimo interesse all' espansione del suo business, Borsa Italiana finisce anche per agevolare ed incentivare quel processo di disintermediazione bancaria e differenziazione delle fonti di finanziamento che viene ritenuto essenziale e benefico per lo sviluppo nel tempo del sistema delle PMI italiane.

Così, oltre alla creazione del segmento professionale ExtraMOT PRO dedicato alla negoziazione dei Minibond, Borsa Italiana Spa ha introdotto ulteriori iniziative e nuovi servizi diretti alle PMI che ci sembra utile ricordare in quanto tutti oggettivamente diretti allo sviluppo finanziario delle aziende di minore dimensione.

Nel corso del 2015 è stato lanciato il nuovo portale ExtraMOT PRO Link dedicato al mercato ExtraMOT PRO che offre da un lato alle società l' opportunità di un accesso privilegiato alla community finanziaria per valorizzare il proprio brand presso gli investitori professionali, dall' altro fornisce a questi ultimi un importante set informativo, corredato da documenti, dati statistici, approfondimenti e news utili per le proprie decisioni di investimento.

Si tratta di una piattaforma che raccoglie, secondo standard informativi internazionali, tutta una serie di informazioni sulle società emittenti e sugli strumenti in quotazione e realizza così un rilevante punto di incontro tra le imprese emittenti e gli operatori professionali.

Il portale ha quindi l'obiettivo *“ di accelerare il circolo virtuoso domestico tra le esigenze di finanziare la crescita delle imprese e i bisogni di un' equa remunerazione dei patrimoni degli investitori di lungo termine”*.⁷¹

ExtraMOT PRO Link è costituito da una parte informativa aperta al pubblico e da una serie di servizi di approfondimento ulteriori riservati agli utenti in abbonamento a tariffe annuali comunque relativamente accessibili.

A partire dal 2012, Borsa Italiana, in collaborazione con le più importanti istituzioni e organizzazioni italiane (MEF, ABI, Confindustria, SACE, Bocconi ed altre) ha lanciato anche in Italia la piattaforma di servizi integrati ELITE (già presente a Londra ed in altre nazioni) per supportare le PMI nella realizzazione dei loro progetti di crescita e di internazionalizzazione, in particolare nell' accesso al mercato dei capitali.

In breve sintesi, le aziende interessate, in possesso di specifici requisiti dimensionali ed economici, vengono ammesse su domanda ad un programma in tre fasi che attraverso un percorso di crescita e di formazione le porta ad accedere a svariate opportunità di fundraising a livello nazionale ed anche internazionale.

Ad oggi le società italiane aderenti alla piattaforma sono circa 290 e sono state coinvolte in numerose IPO su AIM Italia, operazioni di Private Equity, Merger & Acquisition e Joint Venture; per quanto qui ci interessa, attraverso la partecipazione al programma ELITE le aziende partecipanti hanno realizzato 21 emissioni di Minibond raccogliendo oltre 400 milioni di euro.⁷²

Infine, importante iniziativa per andare oltre il semplice mercato secondario dei titoli di debito, è il lancio da parte di Borsa Italiana del servizio di distribuzione diretta sin dalla fase di collocamento su ExtraMOT e ExtraMOT PRO di Minibond e altri titoli di debito di società non quotate.

A partire dal mese di ottobre 2016, estendendo una procedura già attuata con successo sul MOT per le emissioni di Btp Italia, viene introdotta una fase di mercato durante la quale l' emittente , direttamente o tramite un soggetto incaricato (potrebbe essere l' arranger che opera anche da dealer sulle emissioni), può distribuire gli

⁷¹ BORSA ITALIANA “ExtraMOT PRO Link. Il nuovo portale dedicato al mercato ExtraMOT PRO”, slides di presentazione, aprile 2016, pag. 2

⁷² Vedi M. D' ASCENZO “ Elite supera quota 400 aziende”, Il Sole 24 Ore del 4 novembre 2016. In genera sul Programma Elite vedi anche F. BRIGANTE “AIM ed ELITE opportunità per le PMI virtuose”, atti del convegno “AIM e Minibond : mercati dei capitali per PMI”, Milano, 27 ottobre 2014

strumenti finanziari oggetto di emissione attraverso la piattaforma tecnologica del mercato.

In tal modo, le società emittenti i Minibond hanno la possibilità di entrare anche direttamente in contatto con un ampio network distributivo di intermediari connessi e di raggiungere una ampia gamma di investitori istituzionali, anche esteri.

Con il servizio di distribuzione diretta la procedura di ammissione, i requisiti e i documenti di ammissione sono i medesimi, vengono peraltro anticipati alcuni passaggi relativi alla successiva quotazione senza ulteriori aggravii di compliance o procedurali, creando anzi continuità tra primario e secondario e potendo garantire agli investitori – già in fase di emissione - la successiva quotazione dello strumento : ricevuta la domanda di ammissione alla distribuzione e quotazione ed esaminata la documentazione prevista, la Borsa pubblica un Avviso di avvio della distribuzione (due giorni prima) mentre la società pubblica il Documento di Ammissione.

Il giorno successivo al termine del periodo di collocamento/distribuzione, viene pubblicato l' Avviso di avvio delle negoziazioni con inizio dalla data di emissione del prestito.

Il processo di emissione e collocamento è completamente automatizzato, compresa la fase di regolamento, in quanto anche il primario è integrato con i sistemi automatici di settlement.

Il nuovo servizio di distribuzione diretta consente inoltre agli intermediari il recepimento immediato e tempestivo della nuova Raccomandazione Consob sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale (mercati regolamentati o MTF), volta a favorire il disinvestimento e la liquidabilità degli strumenti finanziari illiquidi, in cui, tra l' altro, si richiamano gli emittenti a valutare l' opportunità della distribuzione diretta degli strumenti finanziari di propria emissione.⁷³

Dato il breve tempo trascorso, non si hanno al momento notizie circa l' utilizzo del servizio di distribuzione diretta per l' emissione di Minibond.

⁷³ Vedi in proposito BORSA ITALIANA, Comunicato Stampa del 24 ottobre 2016 di presentazione del servizio di distribuzione diretta su ExtraMOT e su ExtraMOT PRO, nonché CONSOB "Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale", Comunicazione n. 0092492 del 18 ottobre 2016.

5.2 Il procedimento di ammissione alla quotazione

Il procedimento di ammissione di un Minibond alla quotazione presso il segmento ExtraMOT PRO è normalmente parte del più complesso procedimento di emissione e collocamento del titolo di debito: si ricorda infatti che la deroga ai limiti di emissione di obbligazione di cui all' art 2412 del c.c. e le connesse facilitazioni fiscali previste dal Decreto Sviluppo erano accordate “ alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione”.

La quotazione delle obbligazioni/Minibond, benché possa avvenire logicamente anche in secondo momento rispetto al collocamento e alla sottoscrizione, era nei fatti condizione necessaria per poter godere delle agevolazioni fiscali e quindi la procedura di quotazione veniva abitualmente deliberata ed attivata contemporaneamente alle altre fasi dell' emissione.

Questa prassi di contestualità e sovrapposizione tra l' emissione e collocamento del titolo e la sua ammissione a quotazione prosegue ancora oggi, ed è anzi di gran lunga preponderante, anche se i successivi interventi normativi ne hanno attenuato l' importanza, quanto meno ai fini delle agevolazioni fiscali, di cui è possibile usufruire anche in assenza di quotazione, purché i titoli siano sottoscritti e detenuti da investitori qualificati.

Ciò spiega ovviamente perché esista comunque una parte, sia pure minoritaria, di emissioni di Minibond e titoli simili non quotati presso l' ExtraMOT PRO o altri mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione esteri.

Poiché si tratta di un mercato (o meglio segmento) istituito soprattutto al fine di agevolare e incentivare la quotazione dei titoli emessi dalle PMI, il procedimento di ammissione alla quotazione su ExtraMOT PRO presenta requisiti di accesso e obblighi informativi particolarmente ridotti, che si traducono in maggiore rapidità e minori costi indiretti di quotazione, nonché una discreta flessibilità in quanto “ *il contesto informativo e infrastrutturale viene modulato a seconda delle esigenze dell' investitore : è possibile pubblicare il Prospetto piuttosto che il Documento di ammissione, in lingua inglese o italiana; si possono adottare i principi contabili domestici od internazionali; il clearing può essere domestico o internazionale; si può prevedere uno specialista a supporto della liquidità oppure no.*”⁷⁴

⁷⁴ Vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 17.

In base all' art. 200 del Regolamento del Mercato ExtraMOT in tale mercato e nel segmento professionale ExtraMOT PRO possono essere ammessi alle negoziazioni i seguenti titoli :

1. obbligazioni e altri titoli di debito di debito comprese le cambiali finanziarie e le obbligazioni contenenti clausole di partecipazione agli utili di impresa e di subordinazione di cui al Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83 nonché i project bonds; le obbligazioni convertibili possono essere ammesse se le azioni che derivano dalla conversione sono negoziate in un mercato regolamentato;
2. strumenti del mercato monetario;
3. strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione;
4. covered bonds.

Gli strumenti finanziari devono essere liberamente trasferibili e idonei alla liquidazione mediante accentramento su un sistema di gestione accentrata quale Monte Titoli.

La negoziazione sul segmento ExtraMOT PRO è riservata agli investitori professionali e/o qualificati, definizione equivalente a quella di “clienti professionali” di cui alla Direttiva 2004/39/CE (Direttiva Mifid) e avviene in modalità elettronica MIFID compliant e procedura di settlement automatica.

Oltre alla tipologia di strumenti previsti, ulteriori condizioni di ammissione, indicati dall' art. 220.5 del Regolamento, sono :

- la pubblicazione e il deposito da parte dell' emittente del bilancio, anche consolidato, degli ultimi due esercizi, di cui almeno l' ultimo sottoposto a revisione legale;
- la pubblicazione da parte dell' emittente di un prospetto redatto conformemente agli allegati VII, VIII, IX e XIII del Regolamento Prospetto 809/2004 non più di dodici mesi prima dell' ammissione alle negoziazioni oppure la presentazione di un documento di ammissione dal contenuto minimo indicato nelle Linee Guida al Regolamento ExtraMOT;
- gli strumenti finanziari non devono essere sottoscritti e/o acquistati interamente dai soci.

Già nel corso della procedura di emissione del Minibond gli organi competenti della società emittente avranno deliberato, insieme all' emissione dei titoli, anche l'

ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento ExtraMOT PRO, conferendo i poteri necessari all' esecuzione della delibera.

Nel corso del processo di collocamento, la società avrà anche presentato alla Banca d' Italia la richiesta di assegnazione del codice ISIN (che identifica univocamente il titolo in emissione), nonché la richiesta di accentramento dei titoli nella gestione accentrata presso Monte Titoli Spa; la procedura di accentramento deve essere conclusa prima che la Borsa Spa decida definitivamente in merito all' ammissione dei Minibond alla negoziazione.

Ai fini dell' ammissione non è richiesto un giudizio di rating, sebbene questo sia particolarmente apprezzato dagli investitori; se però la società emittente ha richiesto un rating (rating solicited) questo deve essere comunicato al pubblico.

Viene nel frattempo predisposto il Prospetto Informativo o il Documento di ammissione completo di tutti i dati e le informazioni richieste dal Regolamento n. 809/2004/CE o dal Regolamento ExtraMOT di Borsa Italiana.

Gli organi della società emittente e/o i loro advisor e/o arranger entrano in contatto con il Dipartimento Fixed Income di Borsa Italiana per presentare la società e le caratteristiche del prestito e concordare l' eventuale documentazione aggiuntiva o le condizioni particolari cui subordinare l' ammissione alla negoziazione.

Se l' emittente non decide di pubblicare tutta l' informativa prevista dal Regolamento ExtraMOT , sia in fase di ammissione che successivamente, sul proprio sito internet, la Borsa Italiana richiede la sottoscrizione di un contratto con uno SDIR (Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate) autorizzato da Consob, ai fini della diffusione delle informazioni dell' emittente.

Al termine di queste fasi preparatorie e di istruttoria, nel mentre si sta concludendo l' emissione ed il collocamento dei Minibond, la società emittente predispone la Domanda di Ammissione dei titoli alla negoziazione sul segmento ExtraMOT PRO, redatta sull' apposito modello fornito da Borsa Italiana e sottoscritta dal legale rappresentante.

La domanda viene presentata a Borsa Italiana insieme ad una scheda riepilogativa delle caratteristiche economiche del Minibond e al Prospetto/Documento di Ammissione, salvo diversa indicazione sulle modalità con cui questo possa essere reperito.

Il Prospetto o il Documento di Ammissione deve comunque essere reso pubblico a cura dell' emittente in base ad una tempistica concordata con gli organi della Borsa, di regola almeno 3 giorni prima della data prevista per l' ammissione alla negoziazione.

I tempi di risposta di Borsa Italiana sono decisamente brevi, in quanto entro 7 giorni dalla ricezione della documentazione viene comunicato al richiedente il rigetto della domanda oppure, in caso di accoglimento, viene pubblicato un "Avviso di Ammissione alla Quotazione" in cui si stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e le relative informazioni funzionali e si comunicano al pubblico le modalità per l' accesso alle informazioni previste dal Regolamento ExtraMOT e a quelle pubblicate dall' emittente.

Come si può notare l' intero procedimento di ammissione è caratterizzato da tempi piuttosto brevi e da modalità discretamente flessibili, proprio per agevolare la tipologia di imprese, le PMI, per cui in definitiva il segmento ExtraMOT PRO è stato istituito.⁷⁵

Anche i costi di ammissione per ogni singolo strumento sono molto contenuti, 2.500 euro una tantum, indipendentemente dalla durata, ridotti a 500 euro se il titolo è già quotato in un altro mercato regolamentato o MTF: durante la vita dello strumento non è previsto alcun altro corrispettivo.

Naturalmente, è di fondamentale importanza nel procedimento di emissione *"la messa a disposizione di un documento contenete le informazioni sufficienti affinché gli investitori possano pervenire ad un giudizio sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria e sulle prospettive dell' emittente, nonché sugli strumenti finanziari e sui relativi diritti"*.⁷⁶

Trattandosi di PMI o comunque di società non quotate, le aziende che hanno finora quotato i loro titoli di debito sul mercato ExtraMOT PRO non hanno mai effettuato la pubblicazione di un prospetto redatto conformemente agli allegati VII, VIII, IX e XIII del Regolamento Prospetto 809/2004 non più di dodici mesi prima dell' ammissione alle negoziazioni; pertanto nella stragrande totalità dei casi i titoli quotati

⁷⁵ Per un' analisi più dettagliata del procedimento di ammissione, si veda ad esempio P. LEOFREDDI E A. CAMPARI "Il procedimento di ammissione a quotazione dei Minibond presso l' ExtraMOT PRO" in Diritto Bancario, Aprile 2014 ed anche ORRICK "Adempimenti relativi all' emissione di Minibond e all' ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO".

⁷⁶ BORSA ITALIANA "Regolamento del Mercato EXTRAMOT", art. 220.4

in tale segmento sono stati ammessi alle negoziazioni sulla base della presentazione e pubblicazione di un documento contenente le informazioni specificate nelle Linee Guida Sec. 10 del Regolamento ExtraMOT, il cosiddetto “Documento di Ammissione”.

Il Documento, di cui non è richiesta l’ approvazione da parte di Consob e Borsa Italiana, deve contenere come minimo tutti i seguenti elementi :

1. persone responsabili della redazione del documento;
2. fattori di rischio dell’ emittente e dello strumento di debito;
3. informazioni sull’ emittente (storia ed evoluzione);
4. struttura organizzativa;
5. principali azionisti;
6. informazioni finanziarie riguardanti le attività e passività, la situazione finanziaria e i profitti e perdite dell’ emittente; in alternativa è allegato al documento di ammissione l’ ultimo bilancio;
7. informazioni riguardanti gli strumenti finanziari;
8. ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione.

Sia pure in maniera spesso sintetica, in tutti i Documenti viene spiegato come l’ emittente intende utilizzare i fondi raccolti con l’ emissione, informazione di grande rilevanza per gli analisti e gli investitori, suscettibile poi di un riscontro a consuntivo. Estremamente importante è poi l’ esplicitazione nel Documento dei fattori di rischio per gli investitori, che dipendono naturalmente dalla specificità dell’ azienda, dalla sua tipologia di business e dalle caratteristiche dei titoli; la sezione relativa ai rischi potenziali è peraltro già parte dell’ informativa obbligatoria di bilancio.

Benché il Regolamento indichi solo un contenuto informativo minimo senza prescrivere uno schema dettagliato, grazie anche all’ intervento nei collocamenti di un numero relativamente ristretto di advisors e/o arrangers, si è oramai venuto a creare una sorta di “standard” omogeneo per il contenuto e la forma dei Documenti di Ammissione, che rende più facile il reperimento delle informazioni e più agevoli i confronti.

5.3 Gli adempimenti successivi alla quotazione

Dopo la pubblicazione dell' avviso di avvenuta ammissione dei Minibond e l' inizio delle negoziazioni, il Regolamento ExtraMOT prevede che l' emittente debba, in via continuativa, rendere pubbliche, sul proprio sito Internet oppure tramite un sistema di diffusione delle informazioni regolamentate (SDIR) autorizzato dalla Consob, le seguenti informazioni :

- il bilancio annuale sottoposto a revisione legale, senza indugio, e in ogni caso non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell' anno finanziario cui è riferito;
- l' eventuale assegnazione di un rating pubblico e/o ogni variazione nei giudizi di rating sul merito di credito precedentemente emessi e resi pubblici;
- ogni variazione nelle caratteristiche dell' emissione nonché nelle modalità di esercizio dei diritti dei portatori dei Minibond;
- l' informativa tecnica relativa ai titoli, ossia le informazioni sul calcolo degli interessi e l' eventuale rimborso anticipato dei titoli;
- ogni informazione relativa all' emittente che possa avere un impatto sul prezzo dei Minibond ammessi alla negoziazione.

Questi obblighi informativi, per quanto snelli e limitati rispetto a quelli previsti per le società quotate, sono ovviamente rivolti a comunicare al pubblico le informazioni necessarie per permettere agli investitori di formarsi e mantenere nel tempo un giudizio consapevole sull' investimento effettuato.

In particolare, l' ultimo punto fa obbligo anche alla società emittente titoli negoziati sul mercato ExtraMOT PRO, in analogia con quanto prescritto alle società quotate, di comunicare al pubblico, senza indugio, le cosiddette “informazioni privilegiate” o “informazioni price sensitive”.

Per “informazione privilegiata” si intende *“un' informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari “.*⁷⁷

⁷⁷ Art. 181 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, Testo Unico della Finanza (TUF), richiamato anche dal Regolamento del Mercato ExtraMOT , edizione 24 ottobre 2016.

La disciplina che impone l'obbligo di disclosure verso il pubblico per le informazioni privilegiate da un lato intende rendere più efficiente il mercato mediante la diffusione di informazioni chiare e precise che possano orientare più correttamente gli operatori nelle loro scelte di investimento e permettere una formazione dei prezzi dei titoli più trasparente e corretta.

Dall'altro, la stessa disciplina persegue indirettamente anche l'interesse degli emittenti a rendere più appetibili i loro strumenti finanziari, in quanto riduce il rischio derivante dall'informazione insufficiente.⁷⁸

Gli adempimenti descritti assicurano un'adeguata informativa e trasparenza sia sull'emittente che sui titoli, oltre che nella fase di ammissione, anche per tutta la durata dell'emissione.

La negoziabilità dei titoli quotati è assicurata da un'infrastruttura di mercato secondario che permette il formarsi di un prezzo ufficiale e la realizzabilità degli scambi.

Su ExtraMOT PRO, per ogni strumento quotato, è infatti possibile il calcolo di un prezzo di riferimento che ha valore di prezzo ufficiale ed è prevista la possibilità per gli emittenti di incaricare un operatore specialista, affinché sia presente sul lato "bid" del mercato e quoti un prezzo, con frequenza anche giornaliera, per soddisfare le richieste degli investitori che necessitino di un prezzo ufficiale a fini contabili o di risk management.

Le negoziazioni degli strumenti finanziari quotati sull'ExtraMOT, incluso il Segmento Professionale, sono com'è noto riservate agli operatori professionali e avvengono in due fasi diverse di negoziazione: la modalità di asta (asta di apertura) e la modalità negoziazione continua.

Sul portale ExtraMOT PRO Link sono riportate statistiche mensili relative all'andamento del Segmento Professionale, con informazioni – in numero e valore – concernenti la crescita del mercato in termini di strumenti quotati, i titoli entrati in quotazione nel mese, i titoli quotati a fine mese, il numero degli emittenti, nonché i dati sui dieci titoli più scambiati.

Limitatamente agli emittenti quotati, l'art. 114 del TUF e l'art. 66 del Regolamento Emittenti della CONSOB disciplinano tempi e modalità per l'adempimento di tali obblighi di informativa da parte degli emittenti.

⁷⁸ Per un'analisi dettagliata della definizione di "informazioni privilegiate" contenente anche una casistica delle stesse, si veda F. GIANNI "Market abuse: L'informazione privilegiata e il mercato", relazione al convegno Synergia Formazione "Market Abuse", Milano 16 novembre 2009.

In un' altra sezione del medesimo portale sono anche riportati i comunicati contenenti le informazioni regolamentate diffuse dagli emittenti.

Seppur in presenza di un mercato secondario tutt' ora di dimensioni contenute, anche a causa delle tipiche logiche “buy and hold” con cui operano spesso i sottoscrittori dei Minibond, si può peraltro affermare che, da un lato il flusso continuo di nuove emissioni e l' insieme degli adempimenti informativi e di trasparenza richiesti agli emittenti dopo l' ammissione, dall' altro le strutture, le informazioni e le novità messe in campo da Borsa Italiana, stiano rendendo potenzialmente il segmento ExtraMOT PRO un vero mercato attivo per i Minibond.

5.4 L'analisi degli emittenti e dei titoli quotati

Nell' esaminare gli emittenti e i titoli quotati sul segmento ExtraMOT PRO, è ovvio che fonte primaria dei dati e delle informazioni utilizzate siano i documenti e le statistiche provenienti direttamente da Borsa Italiana.

Occorre peraltro richiamare quanto già illustrato nel capitolo 3° circa la non omogeneità e difficile lettura dell' insieme dei dati reperibili sulla realtà e lo sviluppo dei Minibond, ricordando come la stessa nozione di Minibond si presti a diverse definizioni, così come il concetto di “emissioni delle PMI” ed altre utilizzate in tale ambito.

A riprova della disomogeneità dei dati statistici raccolti e delle analisi su di essi effettuate, basti ricordare che l' Osservatorio Minibond censisce, fino ad un valore massimo di 500 milioni, anche le emissioni di obbligazioni quotate su mercati esteri o non affatto quotate, con sub – analisi sulle PMI e sulle emissioni di importo inferiore a 50 milioni, considerata una soglia significativa per definire le emissioni delle imprese di minore dimensione.

Al contrario Borsa Italiana censisce nell' ExtraMOT PRO un più ampio spettro di titoli di debito, anche eurobond, e inserisce ogni tipologia di società di capitali, quotata o non quotata, individuando poi le emissioni delle imprese di minore dimensione con la diversa soglia di 30 milioni.

Fatta questa necessaria premessa, l' analisi inizia con l' andamento delle emissioni quotate sull' ExtraMOT PRO che, sia pure in modo non lineare, denota una buona crescita nel tempo.

AMMONTARE DELLE EMISSIONI E QUOTAZIONI

Anno	Totale emissioni (osservatorio minibond)	Totale quotazioni su ExtraMOT PRO
2012	2	=
2013	28	27
2014	71	63
2015	78	58
2016	78	73
Totale	257	221

Come si può notare, il numero complessivo delle emissioni è maggiore delle quotazioni in quanto include anche titoli non quotati o quotati su mercati e/o sistemi multilaterali esteri.

Secondo dati provvisori forniti da Borsa Italiana, relativi a 201 strumenti quotati fino alla metà di novembre 2016 ⁷⁹, integrati da personali rilevazioni effettuate dagli Avvisi di negoziazione emessi fino a tutto dicembre 2016:

- 24 titoli sono cambiali finanziarie e 147 sono classificabili come Minibond, cioè obbligazioni di valore nominale complessivo inferiore a 30 milioni di euro;
- le società emittenti i titoli quotati sono 160, di cui 19 già quotate su MTA o AIM e 24 provenienti dal percorso ELITE;
- l' ammontare complessivamente raccolto tramite i titoli quotati ammonta oltre 8,7 miliardi di cui oltre 1 miliardo in Minibond e cambiali finanziarie.

Rielaborando i dati di Borsa Italiana di cui sopra sulla base dei diversi criteri di definizione del Minibond utilizzati dall' Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano (che considera Minibond le emissioni di importo inferiore a 50 milioni), la seguente tabella ripartisce le emissioni in numero e valore per classi di valore nominale e mostra come i Minibond costituiscono in numero oltre l' 85% delle emissioni quotate e in valore solo il 19%.

⁷⁹ Vedi BORSA ITALIANA "ExtraMOT PRO. Il mercato obbligazionario al servizio delle corporate italiane", Roma novembre 2016.

La maggior parte del valore totale delle emissioni quotate, quasi il 70%, è originato da un piccolo numero di 20 emissioni di importo unitario molto rilevante (più di 150 milioni), spesso eurobond quotati anche all' estero.

AMMONTARE DELLE EMISSIONI IN NEGOZIAZIONE A DICEMBRE 2016

	Numero delle emissioni	Valore nominale emissioni (mlni)
< 50 milioni	189	1.581
tra 50 e 150 milioni	12	1.130
tra 150 e 500 milioni	20	5.955
Totale	221	8.666

80

Volendo effettuare, dalle medesime fonti, un sintetico quadro delle emissioni di Minibond (emissioni inferiori a 50 milioni), al 31 dicembre 2016 si evidenziano le seguenti risultanze :

- Valore nominale medio 8,4 milioni
- Scadenza media 5,5 anni
- Emissioni secured 22 %
- Emissioni con rating 19 %
- Fatturato medio dell'emittente 100 milioni circa
- Modalità di rimborso - 46 % Bullet
- 54% Amortizing

Se ci si limita al parametro del fatturato annuo, le 189 emissioni di titoli classificabili come Minibond andrebbero così ripartite :

⁸⁰ Vedi MINIBONDITALY.IT – EPIC SIM “Barometro Minibond. Market Trends Principali indicatori al 31.12.2016”

Tipologia	Ammontare	N. Emissioni	% sul totale
Piccole imprese	< 10 mln.	n. 30	pari al 16 %
<u>Medie imprese</u>	<u>tra 10 e 50 mln.</u>	<u>n. 70</u>	<u>pari al 37%</u>
Totale PMI	da 0 a 50 mln.	n.100	pari al 53%
Grandi imprese	> 50 mln.	n. 89	pari al 47%

Passando a considerazioni di tipo qualitativo, si rileva che i titoli quotati sono in gran parte obbligazioni, fra cui un' obbligazione convertibile quotata nel 2014 e un obbligazione subordinata quotata nel 2016.

Fin dall' inizio sono state quotate anche delle cambiali finanziarie, spesso emesse in base a programmi di tipo rolling dagli stessi emittenti : al dicembre 2015 in base alle rilevazioni dell' Osservatorio Minibond, risultavano in listino 19 cambiali finanziarie per un ammontare nominale totale di circa 56 milioni, emesse da soli 5 emittenti con scadenze da un mese a due anni.

L' utilizzo di tali valori mobiliari per il finanziamento ripetitivo a breve termine è risultato spesso appannaggio di società di tipo finanziario o di alcune società industriali e commerciali che sono ricorse a tale forma di funding per il finanziamento del capitale circolante.

La scadenza e il rimborso delle cambiali finanziarie sono state ad oggi la prima causa di delisting di titoli dal mercato ExtraMOT PRO, oltre a tre rimborsi anticipati con esercizio dell' opzione call.

Tra gli emittenti di titoli quotati sul segmento professionale si rilevano alcune aziende e/o gruppi di primo piano, italiani ed europei, ed anche qualche banca o primaria società finanziaria che hanno effettuato collocamenti e quotazioni di importo molto rilevante, anche superiore a 500 milioni; per la natura dell' emittente e/o l' ammontare dei titoli quotati, tali emissioni non sono classificabili come Minibond in base ai parametri dell' Osservatorio Minibond, utilizzati anche in questa ricerca.

In genere tali collocamenti di importo rilevante sono stati effettuati sul mercato lussemburghese e irlandese, e si rivolgono ad una platea internazionale di potenziali investitori con una linea di doppia quotazione (dual listing); si tratta di un paio di

decine di collocamenti concentrati soprattutto nei primi due anni di esistenza del mercato ExtraMOT PRO (2013 e 2014).⁸¹

A partire dall' ottobre del 2015 si sta affermando sul segmento professionale una nuova tipologia di titolo di debito, il cosiddetto "Minibond Short Term" (o Liquidity Minibond) cioè un Minibond emesso a scadenza molto breve che sta via via sostituendo nelle emissioni la cambiale finanziaria, superando così i maggiori vincoli previsti per quest' ultimo strumento (sponsor e/o garanzia, titolo cambiario etc.) grazie al fatto che non esistono norme che vietano l' emissione di un Minibond con scadenza inferiore a 18 mesi.

Nel corso del 2016 risultano emessi e quotati 13 titoli definiti "Minibond Short Term", spesso emessi dalle stesse società che avevano finora collocato cambiali finanziarie; anche in questo caso si tratta di operazioni del tipo revolving a supporto dell' attivo circolante delle aziende.

*"I Minibond nella loro declinazione "Short Term" hanno rivoluzionato il mercato degli strumenti finanziari utilizzabili dalle aziende nel breve termine perché sono scesi per la prima volta sotto la soglia dei 36 mesi, mentre nell'immaginario collettivo si era portati a pensare che il breve termine potesse essere coperto solo dalle cambiali finanziarie, strumenti in apparenza molto simili ai Minibond short Term ma in realtà profondamente diversi".*⁸²

Il successo di questa nuova tipologia di strumento di debito, che per la verità snatura la nozione di Minibond come titolo obbligazionario per definizione a medio-lungo termine, è stato tale che i suoi ideatori hanno deciso di depositare il marchio "Minibond Short term"; il nuovo titolo di debito viene peraltro presentato come lo strumento per un primo contatto degli emittenti con la realtà della Borsa e della quotazione, utile per un successivo passaggio ad operazioni di debito più tradizionali e di più lunga durata e magari anche per la quotazione dei titoli azionari.

⁸¹ Per gli aspetti qualitativi del mercato esposti sopra, vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND " I° Report Italiano sui Minibond", febbraio 2015, pag. 22 e ss. nonché " II° Report Italiano sui Minibond", febbraio 2016 , pag. 17 e ss.

⁸² R. IMBIMBO, presidente di FRIGIOLINI & PARTNERS MERCHANT su Milano Finanza del 22 dicembre 2016

Il funzionamento di ExtraMOT PRO quale mercato secondario per i Minibond e titoli simili può essere sintetizzato dai seguenti dati relativi agli scambi realizzati:⁸³

	Numero dei contratti	Controvalore (in milioni)
Anno 2014	1.125	128
Anno 2015	1.253	152
Anno 2016	978	105

Per il 2014 e 2015 il controvalore degli scambi realizzati è pari a circa il 2,8 % del valore nominale complessivo dei titoli quotati, mentre i dati del 2016 evidenziano una diminuzione.

Si tratta in definitiva di un mercato secondario ancora rarefatto e sostanzialmente illiquido, con scambi sporadici e per controvalori ridotti e che riguardano soprattutto pochi emittenti di elevato standing; bisogna peraltro considerare, come già rilevato, che ExtraMOTPRO è un mercato in cui si negozia una asset class relativamente nuova, riservato ai soli operatori professionali che operano essenzialmente per conto di investitori istituzionali e/o di fondi chiusi di private debt quasi sempre mossi da una logica di “buy and hold”. E’ proprio tale logica che sembra giustificare la diminuzione nel valore degli scambi sopra evidenziata, considerando che il livello generale dei rendimenti dei titoli sul mercato riscontrato nel 2016 non induce un investitore di questo tipo a smobilizzare asset come i Minibond che hanno certamente un ritorno elevato a fronte di rischi ad oggi piuttosto contenuti.

In merito alle caratteristiche e allo sviluppo del segmento ExtraMOT PRO si può concludere con due osservazioni :

- 1) in una prima fase, soprattutto nel 2013 e 2014, il mercato dei nuovi strumenti di debito e la loro quotazione sono stati caratterizzati soprattutto da emissioni di obbligazioni high yield di diritto estero, riconducibili a pochi emittenti di dimensioni medio grandi, appartenenti a gruppi industriali molto articolati in grado di sfruttare al meglio la leva del debito e sfruttare al massimo i benefici

⁸³ vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ I° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2015, pag. 25 nonché “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 21 e, per il 2016, dati raccolti direttamente dalle statistiche EXTRAMOT PRO.

fiscali della deducibilità degli interessi passivi; diverse di queste emissioni sono oggetto di doppia quotazione sulle piazze di Irlanda o Lussemburgo e quasi tutte sono accompagnati da rating rilasciati da primarie agenzie internazionali, spesso di tipo speculative grade.

Pertanto *“gli emittenti che hanno popolato la fase di avvio del mercato ExtraMOT PRO sono aziende di elevato standing, con un fatturato annuo mediamente superiore a 500 milioni di euro e un totale attivo che varia tra i 20 milioni e 1,7 miliardi di euro: si tratta cioè di aziende ben distanti dal concetto di piccola e media impresa a cui si è ispirato il nostro legislatore”*.⁸⁴

Solo in secondo momento, con una più diffusa conoscenza degli strumenti di debito e con la nascita dei fondi specializzati di private debt il mercato dei corporate bond delle piccole e medie imprese ha preso avvio e un numero sempre maggiore di operatori sta facendo il suo ingresso sul mercato ExtraMOT PRO, com'è dimostrato dall' aumento del numero e dei volumi delle emissioni inferiori a 50 milioni, dalla netta diminuzione del taglio medio delle emissioni e dal crescente numero dei nuovi emittenti.

- 2) come si è evidenziato, il valore intrinseco della quotazione dei Minibond sul segmento ExtraMOT PRO – almeno al momento - non può certo essere visto nella creazione di un mercato secondario efficiente che assicuri la liquidabilità dei titoli grazie ad elevati volumi di scambi e partecipanti caratterizzati da obiettivi di investimento e orizzonti temporali diversi.

“Per strumenti quali le obbligazioni corporate di emittente PMI non quotato, l' ammontare in outstanding è fisiologicamente limitato e attrae investitori con orizzonti temporali di medio lungo termine di tipo buy and hold”.⁸⁵

E allora il valore intrinseco della quotazione di un Minibond sul segmento professionale deve essere ricercato negli aspetti relativi alla negoziabilità dello strumento, all' informativa relativa all' emittente e al titolo stesso, e alla trasparenza dei comportamenti, tutte assicurate proprio dalla struttura e dalle regole del mercato ExtraMOT PRO.

⁸⁴ A. BANFI e F. PAMPURINI “I Minibond per il finanziamento delle imprese : aspetti tecnici e evoluzione del mercato italiano”, in Osservatorio Monetario n. 3/2014, pag. 44

⁸⁵ A. FRANZOSI “ExtraMOT PRO e la quotazione delle obbligazioni di PMI. Quale valore per gli investitori”, in PROMETEIA ADVISOR SIM Anteo n. 82, marzo 2015, pag. 20

Grazie a questo valore intrinseco nella quotazione dei Minibond dovrebbe essere possibile l' ampliamento del numero di investitori istituzionali che inseriscano il debito corporate delle PMI nei loro portafogli : casse ed enti di previdenza, assicurazioni, fondazioni e fondi pensione per effettuare e mantenere i loro impieghi nei titoli di debito delle PMI hanno necessità di irrobustire i loro presidi di controllo interno e monitoraggio dei rischi assunti oltre che di poter valutare ex post i risultati di gestione e la performance del patrimonio gestito, necessità tutte che la quotazione nel segmento professionale dovrebbe comunque assicurare o quanto meno agevolare. L' ampliarsi degli investitori in Minibond e titoli similari faciliterà poi la formazione di un reale ed efficiente mercato secondario, con adeguati volumi di scambi, e la formazione di un effettivo prezzo di riferimento.

6. I Minibond come operazione di finanza straordinaria per le piccole e medie imprese

6.1 Caratteri di finanza straordinaria nell'emissione di un Minibond

Si intende come operazioni di finanza straordinaria quelle che implicano modifiche significative nella dimensione e/o nella composizione del passivo della società, cioè delle sue fonti di finanziamento, e sono finalizzate ad obiettivi di crescita esterna, crescita interna o ristrutturazione finanziaria; usualmente questo tipo di operazioni comportano mutamenti anche nella cultura finanziaria e strategica dell'azienda e una sua maggiore trasparenza verso il mercato nonché contatti con nuovi soggetti.

Sulla base di questa definizione, è naturale che l'emissione di un Minibond e la sua eventuale quotazione in un mercato regolamentato costituiscano per una società non quotata e soprattutto per una PMI un'operazione di finanza straordinaria.

Al di là degli aspetti puramente finanziari, il collocamento sul mercato di un Minibond e la sua quotazione, hanno comunque un impatto decisamente innovativo su di una piccola e media impresa e comportano una sua apertura all'esterno e una trasformazione più o meno ampia del suo modus operandi.

In particolare, ci sembra utile ricordare qui gli aspetti che caratterizzano storicamente e ancor'oggi la struttura finanziaria delle PMI italiane che, anche quando riescono ad ottenere buone performance dal punto di vista della crescita del fatturato e della redditività operativa, presentano quasi sempre una marcata fragilità dal punto di vista patrimoniale e finanziario: ciclo monetario del circolante particolarmente ampio e lungo, eccessiva dipendenza dall'indebitamento bancario, soprattutto a breve e relativa sotto-capitalizzazione a causa del limitato apporto di capitale proprio e del basso livello di autofinanziamento da utili netti.

Il finanziamento degli investimenti avviene prevalentemente mediante indebitamento bancario, soprattutto a breve e questa struttura finanziaria tipica di molte PMI influisce negativamente sulle condizioni di equilibrio, sulla gestione complessiva e, soprattutto in tempi di crisi prolungata, sui risultati reddituali dell'azienda.

Nelle fasi avverse del ciclo economico l'eccessivo indebitamento a breve, con l'elevata incidenza degli oneri finanziari sul Mol e sul risultato operativo, può portare l'azienda ad avvitarci in un ciclo di minori investimenti, riduzione della redditività

netta, difficoltà a far fronte al pagamento dei debiti e degli oneri finanziari, revoca dei fidi da parte del sistema bancario e finale default.

Naturalmente le PMI migliori e più avvedute sono quelle che adottano politiche rivolte a prevenire una simile situazione di potenziale squilibrio patrimoniale e finanziario che causerebbe loro minori possibilità di far fronte a crisi economiche e minori opportunità di crescita e le esporrebbe a crisi finanziarie, aggravate dalla maggiore onerosità del debito.

Per sanare uno squilibrio dovuto in pratica ad un attivo immobilizzato superiore, in misura più o meno sostanziale, al patrimonio netto e al passivo consolidato, con la differenza più o meno elevata finanziata da debiti bancari a breve, è possibile adottare politiche di riequilibrio della struttura patrimoniale e finanziaria di diversa natura quali la ricapitalizzazione ad opera dei soci, il ricorso ad operazioni di private equity, la quotazione in Borsa (AIM), prestiti subordinati, consolidamento di una parte dei debiti a breve ed emissione di Minibond, oppure combinazioni di più di questi strumenti.

Si tratta sempre di operazioni di finanza straordinaria cui possono ricorrere soltanto le migliori tra le PMI, imprese sane del tipo investment grade o sub-investment, con una situazione finanziaria in tendenziale equilibrio e buona redditività, adatte insomma ad accedere al mercato dei capitali e disponibili ad adottare i conseguenti modelli di governance e la necessaria trasparenza.

*“Ad emettere i Minibond, soprattutto inizialmente, deve essere “la crema” delle PMI italiane. Società dal nome sconosciuto, poco presenti sulla stampa o in televisione, di dimensioni non grandi, ma leader nel loro settore, spesso ottime esportatrici di tecnologia italiana”.*⁸⁶

Oltre alle finalità di riequilibrio e ristrutturazione finanziaria, l' emissione di Minibond può essere utilizzata dalle PMI come operazione di finanza straordinaria anche per finanziare progetti di crescita interna e/o esterna, progetti di internazionalizzazione, operazioni di acquisizione etc.

Se si va ad analizzare infatti le motivazioni che hanno spinto le società ad emettere i Minibond, attraverso l' esame dei documenti di ammissione e gli articoli della stampa specializzata, si possono individuare e tipizzare quattro classi di motivazioni principali :

⁸⁶ R. BERTELLI, intervista su “Rischi ed opportunità dei Minibond” , Il Sole 24 ore, 20 marzo 2013.

1. il finanziamento della crescita “interna”, con l’impiego dei fondi raccolti per gli investimenti in ricerca e sviluppo, reti commerciali, nuovi prodotti, mercati, stabilimenti o linee produttive;
2. il finanziamento alla crescita “esterna”, con la raccolta di risorse finanziarie destinate all’eventuale acquisizione di altre imprese o divisioni, all’acquisto di quote di partecipazione in aziende della filiera produttiva o a progetti di internalizzazione;
3. la ristrutturazione del passivo dell’impresa, con destinazione dei fondi raccolti al rimborso totale o parziale, anticipato o a scadenza di debiti soprattutto bancari, per allungare la durata media dell’esposizione finanziaria incrementando la componente a medio e lungo termine e rimodulando il mix dei finanziamenti di terzi;
4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo dell’azienda, in cui il Minibond emesso (chiamato perciò Short Term) ha la funzione di garantire l’equilibrio di breve termine tra pagamento dei debiti e incasso dei crediti, magari bloccati a causa dei ritardi delle Pubbliche Amministrazioni.

Nel complesso delle società che a tutto il 31 dicembre 2015 hanno emesso Minibond, si può osservare che oltre il 60% del totale delle emissioni ha come finalità principale il finanziamento della crescita interna, percentuale che sale al 75% se ci si limita alle PMI.

Le finalità di crescita esterna e di ristrutturazione finanziaria del passivo presentano percentuali più o meno simili (14% e 16% rispettivamente); queste motivazioni sono entrambe prevalenti tra le grandi imprese che più frequentemente ricorrono ai Minibond per la ristrutturazione dei debiti finanziari e il finanziamento di future acquisizioni.

Solo in pochi casi, 5 in tutto, costituiti essenzialmente da cambiali finanziarie, la finalità delle emissioni è costituita dal finanziamento del capitale circolante.⁸⁷

Nel complesso le finalità di finanziamento della crescita, interna o esterna, sono di gran lunga prevalenti rispetto a quelle di semplice ristrutturazione finanziaria e sono tipiche di emittenti di qualità media e alta che intendono finanziare progetti di

⁸⁷ Vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016, pag. 31 e ss.

sviluppo capaci di generare un buon cash flow e che per questo motivo scelgono solitamente l'ammortamento graduale del debito; questo tipo di emissioni è inoltre caratterizzato da una durata media più elevata (da 5 a 8/10 anni) rispetto a quelle finalizzate alla semplice ristrutturazione finanziaria con riduzione del debito bancario, che hanno invece di solito una durata media inferiore (3 anni) e prevedono usualmente il rimborso bullet del prestito.

L'uso dei Minibond con le medesime finalità di crescita è realizzato anche “ *da quegli emittenti che intendono compiere i primi passi verso il mercato dei capitali e quindi verso l'allargamento della compagine azionaria a soggetti esterni (spesso operatori di private equity o fondi specializzati), magari attraverso operazioni di leveraged finance* ”.⁸⁸

Si ricorda in proposito l'acquisizione della società Primat Srl da parte del fondo mobiliare chiuso Wisequity III della Wise Sgr, finanziata con l'emissione di un bond di 15 milioni sottoscritto da un importante fondo di debito, che costituisce una delle prime operazioni di leveraged buy-out finanziata con Minibond.⁸⁹

Un analogo percorso, che attraverso l'emissione di uno o più Minibond prelude e prepara ad una successiva ammissione alla quotazione presso l'AIM, è stato effettivamente intrapreso da un certo numero di società partecipanti al Progetto ELITE di Borsa Italiana, alcune delle quali sono poi effettivamente approdate al mercato borsistico, come ad esempio la Bomi Spa (quotata dal giugno 2015) e la GPI Spa (ammessa nel settembre 2016).

Si tratta più spesso di aziende medio grandi piuttosto che vere e proprie PMI, ma è comunque interessante notare che si tratta di aziende che hanno potuto collocare Minibond ed intraprendere il percorso verso l'AIM soltanto grazie alle innovazioni normative introdotte nel 2012 a partire dal Decreto Sviluppo.

Qualunque siano le motivazioni del collocamento, l'emissione di un Minibond ha comunque un rilevante impatto sulla struttura e sulla gestione finanziaria dell'impresa emittente, specialmente se si tratta di una PMI alla sua prima operazione straordinaria sul mercato finanziario.

⁸⁸ A. BANFI, F. PAMPURINI “I Minibond per il finanziamento delle imprese: aspetti tecnici e evoluzione del mercato italiano”, Osservatorio Monetario n. 3/2014, pag. 47

⁸⁹ Vedi in proposito POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “1° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2015, pag. 35 e inoltre MILANO FINANZA “Fondi : Wise Sgr acquista Primat Srl”, 25 novembre 2014.

Le nuove risorse finanziarie raccolte realizzano infatti una diversificazione delle fonti di finanziamento a titolo di debito, con attenuazione della dipendenza dal credito bancario a breve e conseguente allungamento della durata media della provvista. Soprattutto in periodi di credit crunch, i Minibond riducono il rischio di richieste di rientro anticipato dei crediti bancari a breve e garantiscono anzi la disponibilità di risorse finanziarie a medio termine per importi anche significativi, che sarebbe altrimenti estremamente difficile per una PMI acquisire da un singolo istituto.

La maggiore durata e stabilità delle fonti acquisite tramite i bond rende la struttura finanziaria dell'azienda più adeguata e compatibile con i progetti di crescita e sviluppo a medio e lungo termine e migliora così gli equilibri economici, finanziari e patrimoniali della società. Divengono più favorevoli così gli indici di bilancio e l'affidabilità complessiva nei confronti delle banche e delle agenzie di rating, con incremento delle possibilità di accedere a nuovi finanziamenti bancari a condizioni più contenute.

Ulteriori effetti di natura straordinaria dell'emissione sono la crescita culturale e organizzativa derivante dall'apertura al mercato dei capitali, la generale promozione del brand e la grande visibilità sul mercato finanziario attraverso l'eventuale quotazione dello strumento all'EXTRAMOT PRO.

6.2 Un primo riscontro a consuntivo sulle emissioni e sull'utilizzo dei fondi

Per tentare una prima verifica e valutazione a consuntivo della tipologia delle emissioni concretamente effettuate, dei loro effetti sulla gestione delle aziende emittenti e sull'effettivo utilizzo dei fondi raccolti, è giocoforza rifarsi all'esame delle emissioni più antiche, quelle del periodo 2013 e 2014 che, benché forse non più realmente rappresentative dell'attuale evoluzione del mercato, hanno peraltro avuto il tempo di evidenziare i loro effetti sulla gestione e sui bilanci delle società emittenti.

In proposito sono stati anche realizzati alcuni rapporti e sviluppate alcune analisi che scontano ovviamente il limitato numero di emissioni che si è riusciti ad esaminare,

ma che comunque forniscono primi riscontri e informazioni sull' evoluzione del "fenomeno Minibond".⁹⁰

Tutte le analisi hanno innanzitutto rilevato come nei primi anni di esistenza di questo mercato i nuovi titoli di debito siano stati emessi soprattutto da imprese medio-grandi, anche quotate, e per importi rilevanti e che al contrario siano relativamente poche le PMI che sono ricorse all' utilizzo dei Minibond : solo 34 aziende su 86 per un controvalore di 336 milioni su un totale di 5,7 miliardi.

Soprattutto tra le PMI, si è anche riscontrata in questi primi anni di collocamenti, una diffusa assenza di business plan adeguati e una generale scarsità e banalità delle informazioni fornite sulle strategie aziendali e sui rischi dell' attività.

Alcuni degli studi si sono focalizzati sull' utilizzo che le imprese emittenti hanno dichiarato di voler fare con i fondi raccolti tramite l' emissione dei Minibond, tentando di verificare se e in che misura esse siano state indotte all' utilizzo di questo strumento di debito da finalità di crescita e di sviluppo oppure da più limitate esigenze di "sopravvivenza", per attuare cioè gli effetti della crisi economica e finanziaria in atto.

In particolare, i rapporti della società CSE Crescendo, che miravano ad individuare se ed in che misura le risorse affluite alle PMI tramite i Minibond vengano usate in una prospettiva di sviluppo misurata dalla capacità di generare cassa nel tempo al di là della semplice restituzione del capitale ricevuto.

La conclusione dei rapporti è che nella gran parte delle PMI questi primi Minibond vengano usati per il rifinanziamento del debito e la ristrutturazione finanziaria, obiettivo di efficienza senza dubbio utile ma che *"non può essere considerato sviluppo imprenditoriale in quanto non libera quelle risorse di cassa che consentono gli investimenti produttivi...In molti casi, purtroppo, al rifinanziamento del debito corrisponde il perdurare del posizionamento strategico dell' impresa, con*

⁹⁰ Oltre ai più volte citati I° e II° Report Italiano sui Minibond dell' OSSERVATORIO MINIBOND del POLITECNICO DI MILANO, si possono consultare i due Rapporti della società di consulenza CSE CRESCENDO di Milano "Minibond : strumenti di sviluppo o sopravvivenza ?", entrambi realizzati nel 2014 su un limitato numero di titoli collocati fino al 30 agosto 2014, e inoltre lo studio di F. CORTESE, L. DI NALLO, E. RENZULLO, " Le condizioni per la diffusione dei Minibond" IPE Business School, Working Paper n. 8, Luglio 2016.

peggioramento dei flussi di cassa, e di conseguenza il prolungamento della sua agonia".⁹¹

Lo studio “ Le condizioni per la diffusione dei Minibond” , già citato e realizzato a distanza di due anni esaminando anche emissioni più recenti, giunge a più ottimistiche conclusioni sia sulle prospettive di crescita e sviluppo che hanno mosso le società emittenti, sia sulla migliorata consapevolezza finanziaria e strategica del loro management.

I Rapporti dell’ Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, utilizzando il database della banca dati specializzata AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane), si sono invece focalizzati da un lato sull’ analisi dei bilanci pre-emissione di 55 PMI non finanziarie, relativi anche alle emissioni del 2015, dall’ altro sui bilanci post-emissione fino all’ esercizio 2014 di tutte le società non finanziarie (34 emittenti di cui 18 PMI) che hanno collocato Minibond nel 2013 e fino al 30 giugno 2014.

In breve sintesi, l’ analisi pre-emissione ha preso in esame l’ andamento di alcuni indici di redditività, liquidità e patrimonializzazione nei tre anni che precedono il collocamento ed ha evidenziato :

- una redditività mediamente in aumento prima della decisione di emissione, anche se non mancano casi di emittenti che negli anni precedenti presentano alcuni valori di redditività costantemente negativi;
- valori medi di “test acido” che testimoniano un equilibrio finanziario stabile, anche qui con presenza di eccezioni;
- un valore medio della leva finanziaria, parametro importante per valutare il rischio di insolvenza e la patrimonializzazione, che denota un andamento in diminuzione all’ avvicinarsi dell’ emissione a dimostrazione che il collocamento del Minibond avviene in presenza di una capacità di indebitamento non compromessa;
- l’ andamento del rapporto oneri finanziari/Mol, che permette di stimare l’ impatto potenziale dell’ emissione del bond sull’ equilibrio finanziario dell’

⁹¹ CSE CRESCENDO “Minibond : strumenti di sviluppo o sopravvivenza ? Il Ricerca Titoli ExtraMot Pro Borsa Italiana”, Milano 2014

impresa e sulla sostenibilità futura del prestito, evidenzia un quadro abbastanza tranquillo per buona parte delle PMI esaminate, ma con un certo numero di casi che destano invece qualche preoccupazione.

L'analisi dei bilanci post-emissione, condotta come si è detto sui bilanci fino al 2014 di un più limitato numero di emissioni di maggiore anzianità, è stata condotta confrontando i dati dei bilanci prima dell'emissione con quelli dell'esercizio 2014, unico anno successivo al collocamento disponibile, al fine di evidenziare la variazione dei seguenti parametri :

- totale attivo al netto delle passività non finanziarie e della cassa, che dovrebbe mostrare l'incremento o il decremento degli investimenti fatti anche grazie ai fondi derivanti dall'emissione;
- totale dei debiti finanziari diversi dal Minibond, che misura la variazione dell'indebitamento, per l'eventuale utilizzo dei proventi dell'emissione per la riduzione del debito bancario;
- patrimonio netto, variabile che evidenzia eventuali aumenti o riduzione del capitale anche per utili reinvestiti o perdite portate a nuovo.

Analizzando l'andamento delle suddette variabili, l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha messo in luce tre diverse tipologie di comportamento adottate dalle imprese emittenti :

1. "crescita aggressiva", modello adottato da 9 imprese che, insieme all'emissione del bond, hanno aumentato sia il capitale investito che il debito finanziario diverso dal bond e in molti casi anche il patrimonio netto;
2. "crescita prudente", 19 imprese che con i proventi del Minibond hanno sì incrementato il capitale investito ma anche ridotto l'indebitamento bancario;
3. "cura dimagrante", 5 imprese che hanno sia dismesso parte del capitale investito, sia ridotto l'indebitamento bancario.⁹²

⁹² Vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND "II° Report Italiano sui Minibond", febbraio 2016, pag. 31 e ss.

Questi primi riscontri e rapporti forniscono risultati senza dubbio interessanti che dovranno peraltro essere approfonditi in futuro grazie all' esame di un più vasto numero di collocamenti e di un arco temporale post-emissione più significativo.

Per completare questo primo esame a consuntivo dell' andamento relativo alle prime emissioni di Minibond realizzate nel periodo 2013 - 2014, occorre rilevare come, a conferma di alcuni casi preoccupanti evidenziati nelle analisi precedenti, si siano già verificate alcune situazioni di difficoltà nel rimborso e di crisi aziendale.

Il primo default in assoluto è relativo alla Grafiche Mazzucchelli Spa, società tipografica che nel novembre 2013 aveva emesso e quotato all' EXTRAMOT PRO un Minibond a 6 anni, callable, unsecured e privo di rating per un importo massimo di 10 milioni, sottoscritto per 2,8 milioni, al tasso dell' 8%.

Nei mesi successivi le difficoltà aziendali rendevano impossibile il pagamento degli stipendi ai 113 dipendenti e nel giugno 2015 la società era costretta a presentare la domanda di concordato "in bianco"; peraltro solo un mese prima aveva collocato un' ulteriore tranche del prestito per 1,2 milioni per rilevare una partecipazione azionaria del 5% nel capitale della controllante; nell' agosto del 2015 la Grafiche Mazzucchelli è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Milano e da allora è ancora in corso la procedura di verifica dei crediti.

Un secondo default è quello della FILCA Società Cooperativa attiva nel settore residenziale in Lombardia che nell' ottobre 2013 aveva emesso e quotato un Minibond a 6 anni del valore complessivo di 16 milioni, sottoscritto da diversi investitori professionali; l' emittente è passata da un rating CRIF A- del marzo 2013 a BBB+ all' emissione del bond e successivamente a progressivi downgrading fino al ritiro del rating nel febbraio 2015.

Nell' agosto del 2016, ha ottenuto dal Tribunale di Lecco l' ammissione alla procedura di concordato in bianco finalizzata alla presentazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis della legge fallimentare; nel frattempo risultano impagati, tra gli altri, interessi per cedole maturate per circa 1,2 milioni.

Resta da ultimo da citare il caso della Waste Italia Spa che nel novembre del 2014 aveva emesso e quotato all' ExtraMOT PRO un bond high yield a 5 anni per 200 milioni al tasso del 10,50 e che nel maggio 2016 non ha pagato una cedola di 10,5 milioni.

Sono attualmente in corso trattative con il comitato degli obbligazionisti per trovare un accordo di ristrutturazione consensuale che eviti il fallimento mentre peraltro la società continua ad accumulare perdite anche nel 2016, non ha pagato anche la cedola di novembre ed appare in una crisi anche finanziaria di cui non si intravede soluzione, i revisori bocchiano i conti e le società di rating hanno abbassato i loro giudizi al livello di “junk bond”.

Date le dimensioni dell’ emissione e del gruppo a cui appartiene la società emittente, quotata al Mta di Borsa Italiana, il titolo in esame, benché quotato anche all’ ExtraMOT PRO (oltre che all’ Irish Stock Exchange) non può peraltro essere considerato un Minibond.

Nel complesso si tratta ad oggi di sole 3 situazioni di insolvenza su un totale di 96 emissioni collocate fino al 31 dicembre 2014, di cui solo 2 classificabili come Minibond ai sensi di questa ricerca; in termini di valore si tratta di insolvenze pari al 2,75 (o 3,85 se si considera anche Waste Italia) dell’ ammontare collocato, tutto sommato quasi poca cosa se paragonato ad altre esperienze europee come la Germania dove nei primi quattro anni di vita dei Minibond si sono verificate insolvenze e default superiori al 20%.⁹³

E’ peraltro da notare che almeno relativamente alle Grafiche Mazzucchelli Spa, ma soprattutto nel caso della Waste Italia Spa, gli investitori professionali coinvolti avrebbero dovuto riscontrare già prima della sottoscrizione gli elementi di rischio dell’ operazione e la mancanza dei requisiti teorici ricordati precedentemente per l’emissione con successo di un Minibond.⁹⁴

Infine, un ulteriore elemento da evidenziare nell’ esame delle emissioni di Minibond ad oggi effettivamente realizzate, che esprime invece una forma nuova ed in piena evoluzione nell’ utilizzo dello strumento, è la crescente diffusione dei cosiddetti “Minibond Short Term”.

Ideato e proposto dalla Frigiolini & Partners Merchant, il primo Minibond Short Term è stato emesso e quotato su ExtraMOT PRO nel dicembre del 2015 dalla società ETT SpA, (che fino ad allora aveva emesso e quotato diverse Cambiali

⁹³ Vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016, pag. 22 e 23.

⁹⁴ Per quanto riguarda Waste Italia Spa vedi ad esempio F. PAVESI “Waste Italia sospesa sul filo del rasoio del crac”, Il Sole 24 Ore del 12 ottobre 2016

Finanziarie), per un importo fino ad 800 mila euro con una scadenza al 30 settembre 2016, pari a poco più di 9 mesi.

Presentato come un utilizzo dello strumento Minibond a supporto dell' attivo circolante delle PMI e non solo degli investimenti a medio e lungo termine, nel caso specifico per superare i ritardi di riscossione dei crediti verso la Pubblica Amministrazione, il Minibond Short Term ha conosciuto nel 2016 un autentico boom: solo tra le emissioni quotate all' ExtraMOT PRO, si contano nell' anno ben 13 titoli a breve termine, tutti di durata compresa tra 3 e 12 mesi e di importi inferiori al milione di euro.

I Minibond Short Term sono stati quasi tutti promossi dalla succitata società di advising nell' ambito di piani di emissione del tipo "rolling" rivolti a far familiarizzare le PMI coinvolte con il mercato finanziario e la Borsa in vista della successiva emissione di titoli di debito a medio e lungo termine e/o della quotazione all' AIM : la stessa ETT Spa infatti nel giugno del 2016 ha emesso e quotato un "Minibond Medium Term" per un importo di 750 mila euro di durata triennale mirato al closing di un' operazione di M&A, mentre continua l' emissione rotativa di titoli a breve.⁹⁵

I Minibond di breve durata hanno di fatto soppiantato nelle operazioni di finanziamento a breve del circolante delle PMI le Cambiali Finanziarie che comportano un processo di emissione più complesso, richiedendo la presenza di uno sponsor che certifichi un punteggio di qualità dell' emittente e di eventuali garanti, e soprattutto sono titoli protestabili.

Il successo di questa tipologia di Minibond è stato tale che la Frigiolini & Partners Merchant nell' ottobre 2016 ha lanciato insieme alla Advam Partners Sgr un nuovo fondo di debito specializzato sui Minibond di breve durata mentre lo scorso dicembre ha provveduto al deposito del marchio "Minibond Short Term".

Il fondo dovrebbe sottoscrivere, fino ad un massimo del 50% dell' ammontare, le emissioni di Minibond Short Term che verranno via via collocate sul mercato, offrendo agli investitori in cerca di buoni rendimenti una soluzione che, a differenza

⁹⁵ Vedi L. FRIGIOLINI, G. PAGLIETTI, R. CALUGI "Modello operativo per l' accompagnamento delle PMI italiane sul mercato obbligazionario", 2016

dei bond high yield, grazie alla scadenza a breve rende il rischio di liquidità più sostenibile.

6.3 La determinazione del tasso di interesse del titolo di debito

Nel concreto la determinazione del tasso cedolare di un Minibond in via di emissione dipende da molteplici elementi quali il rating assegnato all'emittente, le caratteristiche del titolo da emettere, in particolare la sua durata, le eventuali garanzie che accompagnano lo stesso e, primo tra tutti, lo spread di mercato sui finanziamenti bancari di pari durata.

Come per tutte le obbligazioni, nella determinazione di un modello di pricing dei Minibond occorre procedere per componenti addizionali per arrivare alla determinazione di un rendimento minimo atteso dagli investitori.

Dal punto di vista teorico- concettuale nella determinazione del tasso cedolare occorre tener presente i seguenti fattori che rappresentano i diversi rischi o oneri che devono essere remunerati o coperti:

- Remunerazione di mercato per investimenti privi di rischio
- Rischio Paese e Rischio di Tasso
- Rischio di Credito
- Rischio di Liquidità
- Costi operativi

Per quanto riguarda la remunerazione di mercato per gli strumenti privi di rischio, per prassi, si considera il tasso cedolare pagato dai BTP di durata analoga al Minibond da emettere che, considerate le emissioni fin qui realizzate, oscilla mediamente tra i 5 e i 7 anni, con punte di emissioni che possono arrivare, da un lato, ai 20 anni come nel caso del Minibond “Viveracqua Hydrobond”, dall'altro, ai pochi mesi dei cosiddetti “Minibond Short-Term” che si sono affermati nel corso del 2016 come ad esempio quelli emessi da ETT Spa e FARO Società Cooperativa Agricola nell'ambito del progetto “Finance For Food”.

Il tasso dei BTP incorpora il rischio paese, legato alle dinamiche e alle previsioni della congiuntura economica nazionale e quantificato in Italia con lo spread del Titolo di Stato rispetto all'equivalente Bund tedesco; lo stesso parametro incorpora anche il rischio di tasso, al quale sono soggetti tutti i titoli obbligazionari esposti alle oscillazioni dei tassi di mercato.

In particolare incorrono nel rischio di tasso i detentori di Minibond a tasso fisso, che ad oggi sono la stragrande maggioranza; la misura del rischio a cui sono esposti tali soggetti dipende dalla duration del titolo, e quindi dalla sua sensibilità alle variazioni inattese dei tassi di interesse che potrebbero verificarsi durante la vita del titolo.

Di conseguenza tanto più è lunga la vita del Minibond, tanto più esso è soggetto al rischio di tasso.

La componente del rischio di credito o insolvenza (default) deve remunerare le perdite attese in conto capitale, la cui quantificazione viene effettuata combinando tra loro i seguenti elementi:

- Probability of Default (PD): la frequenza attesa di default che in linea di massima è misurata dal rating dell'emittente;
- Loss Given Default (LGD): il tasso di perdita sull'esposizione creditizia in caso di insolvenza che è funzione del tasso di recupero stimato;
- Exposure at Default (EAD): componente che dipende dal piano di rimborso del debito e, in caso di emissioni con rimborso bullet, è pari al 100%, mentre è di valore più ridotto nel caso di rimborsi amortizing.

La PD e la LGD utilizzate per la determinazione del pricing di un Minibond vengono stimate utilizzando i dati storici relativi alle PMI in base alla curva delle perdite attese per i diversi livelli di rating.

Sono stati costruiti, infatti, dei modelli teorici per pervenire all'individuazione di un credit spread da aggiungere al tasso del BTP, partendo dalle probabilità di default assegnate a ciascuna classe di rating dalle agenzie in relazione alle diverse scadenze, e determinando un credit spread teorico, tale da soddisfare le aspettative sia degli emittenti che degli investitori.⁹⁶

Infine l'ultima componente della determinazione del pricing del Minibond è il rischio di liquidità, vale a dire il rischio di non poter smobilizzare i Minibond fino alla scadenza, oppure di poterlo fare solo a fronte di una forte diminuzione del prezzo di vendita teorico.

Tale componente del pricing è di difficile determinazione teorica in quanto non esistono dati storici o di mercato su cui basarsi, e gli investitori abitualmente

⁹⁶ Per un approfondimento dei modelli vedi E. CARLUCCIO, "Minibond: analisi delle aspettative del mercato e definizione di un modello di pricing", PE LAB, Bocconi School of Management ed inoltre P. BOTTANI, L. CIPRIANI, F. SERAO, "Il modello di analisi Z-Score applicato alle PMI", Amministrazione e Finanza n. 1/2004

utilizzano una loro stima costruita sui diversi livelli di rating degli emittenti e sulle scadenze degli strumenti.

Si perviene alla stima finale del modello di pricing di Minibond quantificando da ultimo i costi del veicolo di investimento che devono essere coperti dalla remunerazione cedolare nella misura che i vari modelli propongono che sia pari a circa l'1,5% su base annua.

Andando ad esaminare la misura dei rendimenti riscontrati nelle emissioni di Minibond ad oggi effettivamente realizzate, si può constatare che la quasi totalità dei Minibond corrisponde a una cedola fissa; al 31 dicembre 2016 solo 24 emissioni, pari a poco più del 10% dei casi, prevedono al contrario una cedola variabile, indicizzata al tasso Euribor più uno spread che varia tra lo 0,60% e il 9,5%.

Per le emissioni inferiori a 50 milioni, la cedola a tasso fisso si concentra maggiormente attorno a valori compresi tra il 5% e il 6%; al 31 dicembre 2016 il valore medio della cedola di tutte le emissioni è pari al 5,34%.

L'importo della cedola dipende dalle variabili precedentemente illustrate e soprattutto dalla durata e dalla scadenza del titolo: più lontana è infatti la scadenza maggiore sarà l'importo della cedola.

Dai dati dell'osservatorio Minibond sembrerebbe che le emissioni delle PMI e/o quelle inferiori a 50 milioni abbiano un costo del debito inferiore a quello delle imprese più grandi, ma bisogna però considerare che le PMI emettono normalmente titoli su scadenze più brevi e quindi meno onerose.

Combinando infatti il fattore dimensione con il fattore scadenza si può infine riscontrare che, effettivamente, la cedola media delle PMI è significativamente maggiore rispetto a quella delle grandi imprese sulle scadenze fino a 4 anni, mentre si registrano valori più bassi alle scadenze a 6 anni e oltre.⁹⁷

Parallelamente alla riduzione dei tassi verificatasi sui mercati finanziari, anche nel settore dei Minibond si riscontra un andamento in diminuzione della cedola media prevista, passando dal 5,83% del 2014, al 5,07% del 2015 ed al 4,91% del 2016.

Da ultimo si osserva che la remunerazione per l'investitore è determinata anche dal prezzo di emissione del titolo; peraltro, nella quasi totalità dei casi e con pochissime eccezioni, i Minibond sono stati collocati con emissione alla pari.

⁹⁷ POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016, pag. 43 e ss.

Per quanto riguarda la scadenza delle emissioni, che come si è visto, è determinante nel pricing e nel rendimento del titolo, le scadenze medie riscontrate sono state di 6,8 anni nel 2014, 5,6 anni nel 2015 e 4,8 anni nel 2016.

Nella seguente tabella si propone un'analisi degli spread riscontrati tra i tassi medi annuali dei Minibond e alcuni parametri di riferimento ritenuti significativi: da un lato il tasso cedolare dei BTP, che sono il parametro iniziale utilizzato per la determinazione del pricing di un Minibond, dall'altro lato il tasso cedolare dei prestiti bancari suddivisi in base alla durata:

CONFRONTO TRA TASSI CEDOLARI				
	2014	2015		2016
TASSO MEDIO ANNUO DEI MINIBOND	5,83	5,07		4,91
ALTRI TASSI DI RIFERIMENTO :				
BTP a 7 anni	2,26	1,24		0,89
BANCA D' ITALIA :				
prestiti sopra il 1.000.000 1 a 5 anni	2,94	2,13		1,29
prestiti sopra il 1.000.000 oltre 5 anni	2,87	3,21		2,41
DIFFERENZIALI :				
BTP a 7 anni	3,57	3,83		4,02
prestiti sopra il 1.000.000 1 a 5 anni	2,89	2,94		3,62
prestiti sopra il 1.000.000 oltre 5 anni	2,96	1,86		2,50

Pur tenendo conto del fatto che i tassi medi annui dei Minibond sono calcolati su un numero limitato di emissioni e quindi risentono in maniera sensibile della tipologia e delle caratteristiche dei collocamenti realizzati nel singolo anno, è senz' altro possibile avanzare alcune conclusioni tendenziali sul rendimento dei nuovi strumenti di debito per gli investitori e quindi sul costo per le società emittenti.

Si può innanzitutto notare come lo spread che viene mediamente caricato sul tasso del BTP oscilla nel triennio tra 3,60 e 4 punti percentuali, che rappresentano idealmente la copertura dei rischi di credito e di liquidità insiti nel Minibond.

Naturalmente, più si riduce il rendimento del titolo di stato, come sta avvenendo nell'ultimo biennio, più aumenta lo spread in quanto la parte di onere a copertura dei rischi suddetti non è comprimibile.

Il differenziale rispetto ai tassi dei prestiti bancari rilevati nel Bollettino Statistico della Banca d'Italia per periodi di determinazione iniziale del tasso da 1 a 5 anni e oltre 5 anni⁹⁸ è nel triennio mediamente di 2,80 punti percentuali; il tasso mediamente pagato dalle società emittenti i Minibond risulta tendenzialmente maggiore del doppio del costo dei finanziamenti bancari di durata analoga.

Basti osservare, a titolo di esempio, che nell'ultimo trimestre del 2016 una banca di medie dimensioni, peraltro particolarmente attiva proprio nel collocamento dei Minibond, erogava finanziamenti a 5 anni alle PMI a tassi oscillanti tra l'1,1% e l'1,5% mentre i Minibond collocati nel medesimo periodo per durata analoga sono stati emessi mediamente al 4,90%.

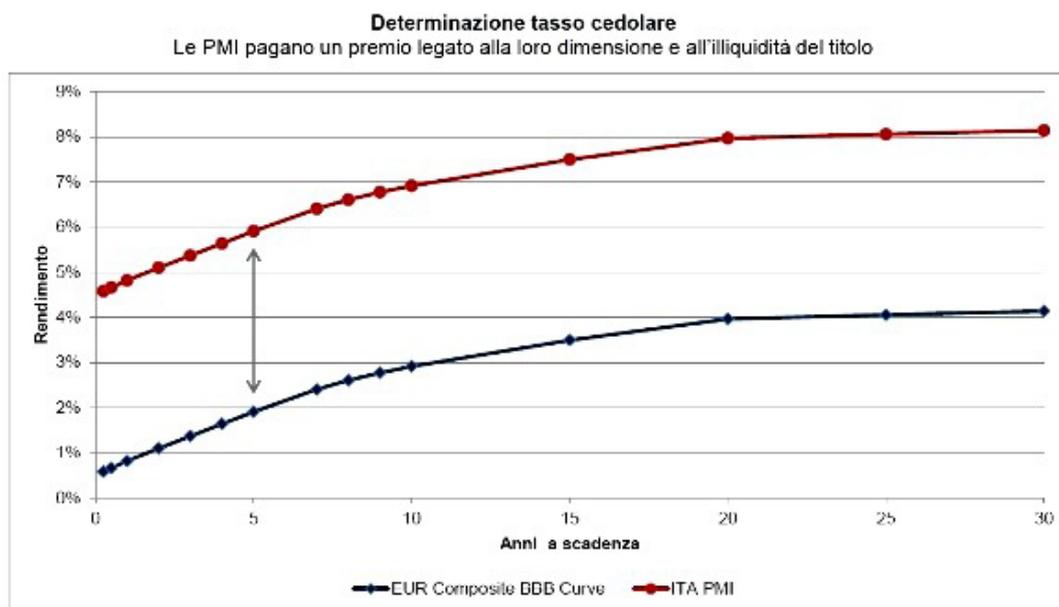
Come già rilevato a proposito del differenziale con il BTP, la progressiva discesa dei tassi del mercato monetario e finanziario realizzatasi nell'ultimo triennio anche grazie agli interventi della Banca Centrale Europea si ripercuote solo molto parzialmente sul tasso che gli emittenti i Minibond devono riconoscere agli investitori, a causa presumibilmente del peso preponderante del rischio di credito e soprattutto del rischio di liquidità.

Per avere un'idea orientativa di quanto pesi nella determinazione del tasso di emissione di un Minibond la componente dovuta dal rischio di liquidità derivante dalla sostanziale illiquidità di questi titoli, quando anche quotati al ExtraMOT PRO, si potrebbe effettuare un confronto, statisticamente non significativo, tra il tasso di emissione dei Minibond dotati di rating pubblico emessi nel periodo 2015 – 2016 e i tassi riconosciuti da alcune emissioni collocate e quotate sul mercato obbligazionario di Borsa Italiana nel medesimo periodo da emittenti primari delle medesime classi di rating.

La tabella sottoinserita ci da un'idea orientativa di quanto pesi nella determinazione del tasso di emissione di un Minibond la componente dovuta al rischio di liquidità derivante dalla sostanziale illiquidità di questi titoli, quando anche quotati al

⁹⁸ Per i tassi rilevati dalla Banca d'Italia, vedi la tabella "Tassi di interesse bancari su prestiti in euro alle società non finanziarie : nuove operazioni" nei supplementi "Moneta e Banche" del Bollettino Statistico trimestrale edito dall'Istituto.

ExtraMOT PRO: si può notare come i Minibond delle PMI rispetto ad un indice delle obbligazioni corporate quotate (EUR Composite BBB Curve) paghino un premio legato alla loro minore dimensione ma soprattutto all' illiquidità del titolo pari ad almeno 3,5 punti percentuali.



Fonte: Elaborazione dati Bloomberg, Settembre 2014

Ciò è confermato anche dal fatto che mentre – come si è visto - i Minibond collocati nell' ultimo periodo del 2016 sono stati emessi mediamente al 4,90%, le obbligazioni corporate di primarie società non finanziarie italiane (Terna, Hera, Snam, Autostrade, Acea e Iren) , di analoga classe di rating medio bassa, nello stesso periodo sono state emesse a tassi molto più bassi, a volte inferiori all' 1%.

In conclusione, si può senza dubbio affermare che attualmente l' emissione di un Minibond ha un costo più elevato, e anche non di poco, rispetto a forme alternative di finanziamento, soprattutto quelle di tipo bancario che proprio l' introduzione dei nuovi strumenti di debito voleva sostituire o quanto meno diminuire.

6.4 Altri costi di emissione

Ai fini della valutazione di convenienza di un' operazione di emissione di Minibond, oltre alle considerazioni relative al tasso di interesse, giocano un ruolo di rilievo gli altri costi di emissione, soprattutto in un contesto in cui i tassi dei finanziamenti

bancari sono in via di riduzione e la quantità di credito bancario offerto dal sistema sta aumentando.

Questa considerazione si basa sul presupposto che in un tale contesto bisogna ridurre il più possibile i costi accessori del collocamento, che in un diverso contesto di credit crunch e di tassi elevati potrebbero al contrario sembrare accettabili, pur di ottenere un finanziamento alternativo a quello bancario.

Nell'operazione di emissione di un Minibond interviene, infatti, una pluralità di soggetti che sono di norma quasi tutti assenti nella procedura di erogazione di un mutuo o di un finanziamento bancario a medio e lungo termine.

In linea di massima i soggetti e/o le fasi che possono intervenire nell'operazione e di cui occorre valutare i costi sono i seguenti:

- Notaio e consulenti legali
- Società di revisione
- Agenzie di rating
- Advisor
- Arranger
- Garanti
- Borsa italiana e Monte Titoli

La valutazione dei costi relativi alle attività di cui sopra è senza dubbio opinabile perché estremamente complessa e variabile: infatti questa dipende dal valore dell'emissione, dalla durata, dalla difficoltà e dal contenuto della procedura di collocamento, ma anche dall'estrema concorrenza oggi esistente tra i diversi soggetti di cui sopra.

In via generale gli oneri gravanti sul collocamento a causa delle diverse attività di consulenza e assistenza possono essere dei seguenti tipi:

- Fissi una tantum e/o ripetibili annualmente
- Variabili per lo più una tantum
- Misti

I costi notarili, per lo più comuni anche ai finanziamenti di medio/lungo termine di tipo bancario, sono relativi ad esempio alla revisione dello statuto, alla redazione dei verbali di delibera di emissione, alla eventuale redazione per atto pubblico dei contratti e delle eventuali garanzie; sono costi per lo più fissi pagati una tantum.

Le attività svolte dai consulenti legali nel collocamento del Minibond sono relativi alla assistenza legale nella stesura dei contratti di sottoscrizione dei Minibond, dei contratti con gli advisor, gli arranger e la banca agente e nella predisposizione del regolamento del prestito e del documento di ammissione; i relativi costi possono essere un compenso globale una tantum, eventualmente su base percentuale, o un compenso frutto di una tariffazione oraria delle attività svolte.

La società di revisione, che interviene per la certificazione del bilancio dell'emittente in via facoltativa o obbligatoria in fase di quotazione in Borsa percepisce un compenso fisso su base annua determinato sulla base della complessità dell'incarico, delle ore di lavoro richieste e del tipo di società emittente.

Il costo dell'agenzia di rating, come quelli appena esposti, pur determinato in misura fissa annua, varia a seconda della complessità dell'incarico e dell'attività da svolgere (rating unsolicited o solicited); per quanto riguarda quelle italiane, Cerved e CRIF che hanno di fatto una sorta di esclusiva nel panorama dei Minibond in Italia, addebitano alle PMI costi che variano tra i 15.000 e i 40.000 euro per il rating iniziale con una sensibile riduzione per i successivi aggiornamenti annui.

L'advisor, che come illustrato precedentemente, svolge le principali attività di assistenza tecnica e finanziaria, comprensive eventualmente della due diligence e del business plan, viene abitualmente remunerato, con una commissione fissa, "retainer fee", per le sue attività iniziali di studio e analisi, e con una "success fee" determinata anche in funzione del capitale collocato.

L'arranger è anch'esso remunerato con una commissione percentuale sul capitale collocato che varia in base agli impegni assunti nei confronti della società emittente (eventuale underwriting).

Le commissioni per la richiesta del codice ISIN e per l'iscrizione al Monte Titoli sono costituite, per l'ISIN da un importo iniziale di 2.000 euro e da un canone annuale di circa 1.500 euro, mentre per il Monte Titoli si paga un canone di 3.000 euro annui e in più un minore importo variabile in base agli strumenti accentrati.

Le commissioni per la quotazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO sono state volutamente fissate in un importo molto basso per agevolare la partecipazione al mercato delle PMI; in particolare per la quotazione su ExtraMOT PRO non è previsto alcun corrispettivo annuo durante la vita dello strumento, ma soltanto i seguenti compensi iniziali:

- Collocamento tradizionale: corrispettivo unico di quotazione pari a 2.500 euro per strumento finanziario, indipendentemente dalla durata, ridotto a 500 euro se già quotato in altro mercato regolamentato o MTF.
- Collocamento con distribuzione diretta tramite piattaforma: corrispettivo unico di quotazione, comprensivo delle fee di negoziazione relative ai contratti conclusi in fase di distribuzione, che per le PMI che emettono Minibond (soglia massima osservata 50 milioni) può arrivare al più a 5.000 euro una tantum.

Per quanto riguarda le garanzie particolari, oggi consentite anche a supporto dell'emissione dei Minibond, è prevista una copertura che varia solitamente tra il 50% e l' 80% del finanziamento erogato, con un tetto massimo che, quando previsto, oscilla da 1 a 2.5 milioni.

La concessione della garanzia è usualmente frutto di un'istruttoria basata anche su un rating assegnato dall'ente garante e viene accordata a favore dei sottoscrittori dei bond o delle Sgr che gestiscono i fondi di debito; il costo della copertura oscilla di regola tra lo 0,25% e l'1% annuo dell'importo garantito.

Le garanzie rilasciate da enti e società pubbliche, in quanto dirette a sostenere nuovi investimenti, possono essere anche gratuite, (come quella dello SFIRS, Regione Sardegna) oppure soltanto una tantum, come quelle del Fondo di Garanzia del Ministero dello Sviluppo Economico; quest'ultimo peraltro scoraggia, al contrario, le operazioni di semplice consolidamento dei debiti applicandovi una tariffa che arriva fino al 3%.

La SACE, che come già ricordato ha costituito un suo Fondo per lo Sviluppo dell'Export, nel suo programma "Garanzie finanziarie per l'internazionalizzazione" prevede una copertura per le obbligazioni sottoscritte dal Fondo fino al 100% dell'importo sottoscritto.

Come si è già evidenziato nel capitolo 2 i costi di emissione fin qui illustrati sono fiscalmente deducibili nell'esercizio in cui vengono sostenuti.

"Il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell'impresa, sia dalla complessità dell'emissione (legata ad esempio alla presenza di eventuali clausole legali o covenant), sia dagli sforzi necessari per il collocamento (se l'interlocutore è

un singolo fondo di investimento non sarà necessario probabilmente individuare altri canali di sottoscrizione).”⁹⁹

Per quanto riguarda i costi di collocamento, sono molte le ipotesi di quantificazione che circolano, per quanto siano spesso abbastanza omogenee, a noi sembra opportuno citare i costi riportati dal II° Report Italiano sui Minibond del Politecnico di Milano in quanto ritenuti i più completi e attendibili:

- Certificazione del bilancio: per una PMI costo annuale indicativo tra 5.000 e 15.000 in funzione del fatturato.
- Advisor finanziario: costo richiesto tra l' 1% e il 2,5% sul capitale collocato;
- Arranger: il costo una tantum indicativo è tra 0,5% e 1,5% del capitale collocato;
- Consulenza legale: per le operazioni effettuate nel 2015 di importo medio-basso, si riporta un costo compreso tra 15.000 e 25.000 euro;

Per un finanziamento di 5 milioni di durata quinquennale, l'insieme complessivo dei costi qui indicati potrebbe oscillare, secondo coloro che hanno tentato una stima, tra un 3% , pari a circa 60 b.p. annui, e un 3,75%, corrispondente a circa 75 b.p. .

Trattandosi ovviamente di stime, sia pur ragionevoli, i costi effettivi potrebbero risultare sensibilmente diversi e comunque non dovrebbero superare queste soglie per rispettare i parametri di un'operazione efficiente.¹⁰⁰

Al di là di un' esatta quantificazione di tali costi, abbastanza impossibile a causa dell' estrema varietà delle situazioni concretamente verificabili, resta il fatto che il loro insieme comporta comunque una maggiorazione non indifferente al tasso cedolare già elevato dei Minibond.

Si può pertanto concludere che il collocamento di un Minibond ha un costo complessivo elevato, di non poco superiore alle altre forme di finanziamento e segnatamente al finanziamento bancario; in un periodo come l' attuale, caratterizzato da tassi dei prestiti bancari in netto calo e da un' offerta di credito in rialzo benché in modo selettivo, i vantaggi connessi all' emissione dei nuovi strumenti di debito non possono certamente essere rinvenuti in motivazioni di stretta convenienza economica.

⁹⁹ POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND“ I° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2015, pag. 34

¹⁰⁰ Cfr ad esempio F. CORTESE, L. DI NALLO, E. RENZULLO, “ Le condizioni per la diffusione dei Minibond” IPE Business School, Working Paper n. 8, Luglio 2016, pag. 24 e inoltre “ Quanto costa emettere un Minibond” in Milano Finanza, 21 Gennaio 2014

7. Conclusioni: opportunità, limiti e prospettive del mercato dei Minibond

I Minibond sono stati introdotti nel nostro ordinamento nella seconda parte del 2012, con i decreti “Sviluppo” e “Sviluppo bis” e relative leggi di conversione; ulteriori provvedimenti legislativi del 2013 e 2014 hanno successivamente completato il quadro normativo complessivo; agli inizi del 2013 sono iniziate le prime emissioni, mentre nel febbraio dello stesso anno Borsa Italiana istituiva il segmento professionale ExtraMOT PRO.

Con la fine del 2016, è ormai trascorso il quarto anno dall’ introduzione dei nuovi strumenti di debito ed è quindi possibile avanzare alcune conclusioni, quantitative e qualitative, sul loro effettivo utilizzo nel mercato finanziario italiano, soprattutto da parte delle PMI.

Dopo una prima fase, iniziale e transitoria, in cui si sono avute un limitato numero di operazioni, soprattutto di rilevanti dimensioni e costruite ad hoc sulle esigenze di poche grandi imprese, spesso già quotate, il 2015 ha costituito un punto di svolta nel mercato, con l’ ingresso dei nuovi fondi di private debt dedicati ai nuovi strumenti e poi delle assicurazioni, la nascita di una vera e propria filiera di operatori specializzati nell’ emissione di Minibond e una progressiva “ingegnerizzazione “ e tipizzazione delle operazioni.

Il 2016 ha confermato i nuovi sviluppi del mercato evidenziando anche una progressiva crescita del segmento Extra MOT PRO in cui sono stati ammessi 66 strumenti, collocati da 52 società emittenti per una raccolta al momento dell’ ammissione di oltre 3,2 miliardi; nello stesso anno, sui mercati azionari MTA e AIM Italia si sono riscontrate 20 ammissioni, di cui 14 IPO, che hanno raccolto 1,4 miliardi.¹⁰¹

Per quanto riguarda le emissioni complessive, i primi dati dell’ Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, relativi alle sole emissioni di importo inferiore a 50 milioni, evidenziano i seguenti risultati rispetto al 2015¹⁰²:

¹⁰¹ Vedi BORSA ITALIANA, Comunicato Stampa “Review dei Mercati 2016”, del 30 dicembre 2016.

¹⁰² Vedi POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND, Newsletter del 28 dicembre 2016.

• numero di emissioni nel 2016 :	78	(+3%)
• imprese emittenti nel 2016 :	64	(+7%)
• imprese emittenti per la 1^ volta :	55	(+4%)
• capitale raccolto nel 2016 (mlni.) :	588,7	(-6%)
• cedola media 2016 (t. fisso)	4,85%	(-30 bps)

Si conferma quindi l' impressione di un mercato in crescita costante, che si sta consolidando nelle sue strutture, nei suoi operatori e nel suo modus operandi, dove ogni trimestre nuove società collocano titoli, ma nel quale cresce anche il numero di società che hanno già effettuato emissioni multiple; continua costante il trend di riduzione del taglio medio delle emissioni, a riprova del continuo ingresso sul mercato di aziende di dimensioni più ridotte rispetto ai primi due anni di esistenza dello strumento di debito.

E' peraltro da notare che questo trend di crescita del mercato non è certamente in linea con le aspettative, magari troppo ottimistiche e poco ponderate, che hanno accompagnato l' esordio dei Minibond nell' ordinamento italiano, allorché si ipotizzava un mercato potenziale di diverse migliaia di aziende che avrebbero emesso i nuovi strumenti di debito.

Non disponendo ancora dei consueti studi statistici approfonditi, per cercare di interpretare un po' più in dettaglio l' andamento attuale del mercato, ho effettuato un' analisi delle emissioni collocate nell' appena concluso esercizio 2016, attingendo le informazioni dal sito di Borsa Italiana e dai documenti di ammissione, per le operazioni quotate su ExtraMOT PRO, e dalla stampa specializzata per quelle non quotate.

Limitando le nostre osservazioni a quanto può essere utile alle conclusioni del mio lavoro, l' analisi condotta sui collocamenti del 2016 ha evidenziato quanto segue :

- le emissioni complessive esaminate sono 88 per un ammontare totale di 3,690 milioni;
- eliminando le emissioni di società già quotate (Eurobond con Isin del tipo XS), quelle di società finanziarie e quelle superiori a 50 milioni di grandi

imprese, rimangono 58 emissioni di importo inferiore a 50 milioni, per un controvalore di 452 milioni;

- in base ai parametri stabiliti dalla UE, ed accolti dal Ministero per lo Sviluppo Economico (MISE) per la definizione delle PMI, questo sottoinsieme di imprese con emissioni inferiori a 50 milioni, che si possono quindi considerare Minibond, è composto da 27 Grandi imprese, 29 Medie imprese e solo 2 Piccole imprese;
- dal punto di vista qualitativo, si può osservare come la grande maggioranza delle emissioni sia stata sottoscritta da fondi di private debt, alcuni di origine estera, con limitata partecipazione delle banche, e come gli attori della filiera siano ormai un gruppo ristretto di operatori specializzati (advisors, arranger, studi legali e Sgr).

In merito all' effettivo andamento del mercato dei Minibond, si vuole anche ricordare quanto già osservato al capitolo 5 in merito al ridotto volume degli scambi sul mercato secondario dell' ExtraMOT PRO, che nel 2016 ha evidenziato una diminuzione, sia in numero che in valore, rispetto ai consuntivi dei due anni precedenti; peraltro nel 2016 la riduzione dei volumi scambiati, nella misura di circa il 20%, ha interessato tutti i mercati di Borsa Italiana (MTA, MOT e EuroTlx).

Infine, sempre relativamente alle emissioni fino a 50 milioni, si può osservare come queste siano state collocate ed eventualmente quotate da emittenti mediamente caratterizzati da indicatori economici e finanziari piuttosto elevati : tipico target delle emissioni risultano aziende con fatturato annuo medio di 100 milioni, tendenzialmente in crescita, EBITDA intorno al 10% o superiore, rapporto PFN/EBITDA compreso tra 2x e 4x.¹⁰³

In conclusione, ci si trova davanti ad un mercato in costante crescita, che si sta sviluppando e sta consolidando le sue strutture e le sue modalità di funzionamento, nel quale emettono titoli aziende medio – grandi non quotate precedentemente escluse da tale possibilità di funding alternativo e/o complementare al finanziamento bancario che presenta però al momento i seguenti aspetti negativi :

- le aziende emittenti sono ancora relativamente poche se rapportate al mercato potenziale e alle aspettative riposte sui nuovi strumenti di debito;

¹⁰³ Vedi MINIBONDITALY.IT – EPIC “Mercato dei Minibond 2013 – 2016. Principali indicatori economico – finanziari al 31 dicembre 2016 “,

- dalle emissioni di Minibond sono di fatto quasi assenti le “piccole” imprese, per le quali, allo stato attuale, l’ accesso al finanziamento non bancario appare sostanzialmente precluso;
- nonostante l’ istituzione del segmento ExtraMOT PRO, nel quale le nuove ammissioni sono in crescita costante, nei fatti ancora non è nato un adeguato mercato secondario dei Minibond e questi rimangono pertanto in grande maggioranza titoli sostanzialmente illiquidi.

Se si analizzano le ragioni di questo sviluppo quantitativamente e qualitativamente ancora insufficiente, al primo posto si deve senz’ altro citare la limitata conoscenza che molte imprese, soprattutto medio-piccole, hanno dello strumento Minibond, delle sue caratteristiche e dei suoi vantaggi anche fiscali; in molti casi le aziende neanche sono al corrente dell’ esistenza dei nuovi titoli di debito introdotti appositamente per le PMI.

A tale proposito, si ricorda che annualmente il Ministero per lo Sviluppo Economico (MISE) redige un apposito rapporto sullo stato di attuazione in Italia del già ricordato “Small Business Act”, programma lanciato in sede UE per favorire il sostegno e la crescita delle micro, piccole e medie imprese; l’ introduzione alla fine del 2012 dei Minibond è una delle varie misure adottate in attuazione del programma UE.

Nei rapporti annuali del MISE vi è un’ apposita sezione dedicata al grado di conoscenza da parte delle PMI delle misure introdotte e alla loro valutazione qualitativa degli effetti conseguenti : in tutti i rapporti si rileva che solo una piccola parte, sia pure crescente, delle imprese conosce lo Small Business Act e percepisce che le Istituzioni hanno adottato e stanno adottando recentemente una serie di misure a favore delle imprese di piccole e medie dimensioni. Per quanto riguarda in particolare i Minibond, ancora nel Rapporto del 2015 (indagine condotta nel 2014), il 75% delle imprese intervistate affermava di non conoscere i nuovi strumenti di debito e solo lo 0,3% ha dichiarato di conoscerli ed di averli utilizzati; anche il Rapporto relativo al 2016 (indagine effettuata nel 2015) conferma la scarsa conoscenza e utilizzo dei Minibond da parte delle PMI.

Rispetto al problema della scarsa conoscenza delle misure introdotte, gli autori del Rapporto 2013 così concludevano : “ *i risultati dell’ indagine portano ad una riflessione di policy : fare politica produttiva dedicata alle MicroPMI rappresenta una condizione necessaria, ma spesso non sufficiente. In altri termini, i vari sforzi*

*profusi recentemente dal Governo, ed in particolare dal MISE, a favore soprattutto delle micro e delle piccole imprese possono rivelarsi inutili se le imprese non ne sono a conoscenza. Da qui nasce la necessità di sviluppare una più penetrante e articolata politica di informazione, in maniera più efficace rispetto a ciò che finora è stato realizzato...”*¹⁰⁴

L' assenza di un' adeguata cultura finanziaria e la prevalente non conoscenza di questa forma di finanziamento da parte di molte PMI e del loro management come impedimento assolutamente pregiudiziale per l' utilizzo dei Minibond viene tuttora messo in risalto da indagini più recenti, unitamente alla natura prevalentemente familiare della piccola impresa italiana e delle sua impermeabilità alle influenze esterne.¹⁰⁵

Favorire quindi una diffusione della conoscenza dello strumento Minibond, ed in generale della rilevanza dell' area finanziaria della gestione aziendale, tra le PMI diviene pertanto un fattore assolutamente prioritario per lo sviluppo del mercato dei nuovi strumenti di debito.

Una seconda motivazione dell' insoddisfacente crescita del mercato, soprattutto per quanto riguarda le PMI, va senza dubbio individuata nell' elevato costo, sia iniziale che cedolare, dei Minibond che li rendono, nella situazione attuale del mercato finanziario, non competitivi con le altre forme di finanziamento di tipo bancario.

Introdotti nel periodo 2012 – 2013, caratterizzato da un rigido “credit crunch”, da tassi dei finanziamenti particolarmente elevati e dall' indisponibilità delle banche ad assumere rischi a medio e lungo termine, soprattutto nei confronti delle PMI, i Minibond vengono oggi proposti sul mercato in uno scenario sensibilmente mutato.

Attualmente, anche grazie alle azioni di stimolo ripetutamente adottate dalla BCE (Quantitative Easing, TLTRO2) le banche dispongono di abbondante liquidità a tassi estremamente bassi e hanno necessità di impiegarne almeno una parte nei confronti dell' economia reale per poter mantenere più a lungo le agevolazioni della Banca Centrale in termini di importo e di tasso.

¹⁰⁴ MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO “ Small Business Act – Rapporto 2013”, pag. 17

¹⁰⁵ Cfr ad esempio il già citato F. CORTESE, L. DI NALLO, E. RENZULLO, “ Le condizioni per la diffusione dei Minibond” IPE Business School, Working Paper n. 8, Luglio 2016.

Spinte dalla necessità di preservare il loro capitale (patrimonio di vigilanza) e finanziare perciò imprese con basso profilo di rischio e buoni rating, le banche hanno pertanto adottato una selettiva politica di aumento dell' offerta di credito, a condizioni estremamente vantaggiose, diretta verso le aziende più meritevoli e di migliore standing, proprio quelle che avrebbero tutte le caratteristiche per emettere con successo Minibond.

Nei confronti di queste aziende "migliori" le banche stanno offrendo credito a medio e lungo termine, spesso in concorrenza tra loro, in quanto i fondi a tasso quasi zero ottenuti dalla BCE sono a medio termine e vanno prestati alle imprese per una durata analoga; per operazioni di questo tipo è inoltre oggi abbastanza facile ottenere garanzie pubbliche, statali o europee, che riducono o abbattano totalmente il "consumo" di capitale.

Sui finanziamenti "buoni", proposti e concessi ad una fascia limitata di imprese con fondamentali, rating e prospettive migliori si sta quindi scatenando una vera e propria guerra dei prezzi, con spread che scendono vertiginosamente, spesso al di sotto dell' 1%, che deriva dalla necessità impellente del sistema bancario di aumentare i propri impieghi senza peggiorarne la rischiosità complessiva ed il "consumo" di capitale.

Questa guerra degli impieghi bancari sta portando con sé la frenata nella crescita del mercato dei Minibond in cui, come si è visto, i criteri di pricing sono più legati al rischio effettivo dei prenditori e i tassi sono ovviamente ben più elevati: è infatti impensabile che un imprenditore che si vede offrire prestiti bancari a medio termine a tassi di poco superiori all' 1% possa invece preferire l' emissione di un Minibond a tassi ancora intorno al 5%.

Al contrario, per quanto riguarda la maggioranza delle PMI, più piccole e meno "appetibili" per il loro profilo di rischio e il "consumo" di capitale che ne deriva, l' offerta di credito bancario è ancora complessivamente in contrazione e i tassi dei prestiti si mantengono elevati; non percepiscono quindi benefici dalle immissioni di liquidità della BCE ed anzi le aspettative di quest' ultima per una crescita complessiva del credito all' economia reale rimangono disattese.¹⁰⁶

¹⁰⁶ Cfr. BANCA D' ITALIA "Bollettino Economico" n. 1/2017 ed anche "Rapporto sulla stabilità finanziaria" n. 2/2016 diffuso il 18 novembre 2016, ed inoltre CONFINDUSTRIA CENTROSTUDI "La crisi ad un punto di snodo. Tassi, materie prime, politiche di bilancio, populismi", Scenari Economici, n. 28, dicembre 2016

A questa tipologia di imprese, che – si ripete – costituiscono la stragrande maggioranza delle PMI, l' emissione di Minibond come alternativa al credito bancario in contrazione è preclusa, oltre che per motivi di cultura aziendale e di tasso, anche per l' eccessiva incidenza dei costi di collocamento sulla taglia troppo piccola delle loro emissioni, che risulterebbe inoltre poco interessante per gli investitori professionali.

In definitiva, pur strette tra contrazione del credito e tassi ancora relativamente elevati ma comunque ai minimi da molti anni, la grande maggioranza delle PMI conferma il sistema bancario come fonte pressochè esclusiva di finanziamento.

Ulteriore motivazione, di tipo generale, per il limitato e insufficiente sviluppo fin qui evidenziato dai Minibond, può essere individuata anche nella prolungata crisi dell' economia italiana negli ultimi anni: uno strumento di debito a medio e lungo termine, per di più di nuova introduzione presso le aziende potenzialmente destinatarie, non può certo crescere e prosperare in un periodo di forte riduzione del PIL, dei consumi e degli investimenti in cui al credit crunch si è unita una domanda di credito, da parte delle aziende, spesso stagnante, diretta più che altro alla ristrutturazione del debito e al finanziamento delle scorte e del circolante e limitata, per quanto riguarda gli investimenti, alla semplice sostituzione delle immobilizzazioni.¹⁰⁷

Da ultimo, in merito alla sostanziale illiquidità del mercato dei Minibond e al ridotto volume di scambi che lo caratterizza, è già stato evidenziato che questi strumenti devono riconoscere agli investitori una remunerazione particolarmente elevata anche perché sono titoli illiquidi.

E' peraltro forse anche vero che si tratta di titoli e di un mercato illiquido proprio perché pagano un tasso particolarmente elevato, considerando la tipologia e il numero ancora limitato di investitori che li detengono ed il rendimento attualmente offerto sul mercato da strumenti similari a reddito fisso come i titoli di stato e le obbligazioni corporate.

Come si è già osservato, i sottoscrittori dei Minibond attualmente pervengono spesso a detenere il titolo grazie ad un processo a cui hanno partecipato dall' inizio, in proprio e/o tramite società collegate appartenenti alla stessa filiera produttiva

¹⁰⁷ Si vedano in proposito i report della pubblicazione trimestrale della BANCA D' ITALIA “ Indagine sul credito bancario nell' area dell' euro: principali risultati per le banche italiane”, che ogni tre mesi illustrano le determinanti della domanda (e dell' offerta) di credito e che per tutto il periodo della crisi hanno evidenziato la contrazione della domanda di prestiti per investimenti fissi.

(advisor, arranger, banche et.) e nel corso del quale hanno individuato la società target, strutturato l' emissione, concordato la remunerazione e specifici covenants e/o garanzie.

Si tratta quindi di operazioni costruite ad hoc, con rendimenti elevati e limitati rischi, per la sottoscrizione da parte di uno o più specifici investitori professionali che detengono poi i titoli in un' ottica di buy and hold e non hanno finalità e intenzione di rivenderli su un mercato secondario dove operano soprattutto investitori dello stesso tipo e mossi dalle stesse logiche, in cui necessariamente gli scambi dei titoli quotati sono limitati.

Dopo aver evidenziato l' attuale insufficiente sviluppo del mercato dei Minibond e cercato di individuarne le motivazioni, non resta che analizzare se e in che misura questi nuovi strumenti di debito per le PMI abbiano ancora concrete prospettive di crescita e di svolgere la funzione di alternativa e/o complemento al credito bancario per cui sono stati in origine introdotti.

Si deve innanzitutto rilevare come, dopo alcuni anni in cui le istituzioni europee e nazionali si sono impegnati nella promozione di politiche dirette a superare la situazione di stretta dipendenza delle PMI dal credito bancario, la situazione non sia poi di molto migliorata.

Per limitarci al campo della nostra analisi, le PMI italiane e i Minibond, è utile riportare i risultati di una recente ricerca svolta da CRIF Ratings sull' evoluzione delle struttura finanziaria di oltre 15.000 PMI italiane nell' ultimo decennio 2006 – 2015 : cambiamenti nelle strategie finanziarie poco significativi, debito bancario, soprattutto a breve, ampiamente preponderante tra le fonti finanziarie, con un peso sul totale delle fonti finanziarie costantemente oltre l' 85%, incidenza delle obbligazioni in lieve aumento ma comunque molto contenuta soprattutto tra le aziende di minori dimensioni.

Il CRIF rileva che solo un numero ristretto di aziende, poco più del 5%, ha diversificato le proprie fonti facendo ricorso ai mercati dei capitali e che le società del campione con obbligazioni quotate all' ExtraMOT PRO hanno fatto segnare nel periodo 2012 - 2015 una crescita media annua del fatturato più che doppia rispetto alle altre società “ *a conferma dell' importante contributo alla crescita derivante da un' adeguata diversificazione delle fonti di finanziamento...la presenza di una*

*componente di debito stabile e di lungo termine, quali le obbligazioni, supporta infatti la capacità di implementare nuovi investimenti e rafforza le prospettive di crescita e il posizionamento competitivo delle PMI italiane nel medio termine”.*¹⁰⁸

Nonostante questi risultati per il momento non lusinghieri, la centralità della crescita e dello sviluppo delle PMI, ed in particolare il loro affrancamento dalla dipendenza dal credito bancario, sono tutt’ ora all’ attenzione sia delle istituzioni UE sia del Governo e delle istituzioni italiane.

Infatti, al di là della centralità strutturale delle PMI in tutta l’ Europa, le preoccupazioni e gli sforzi delle istituzioni sono mosse anche dal fatto che alcuni degli elementi contingenti che hanno riportato in auge il credito bancario con i tassi quasi a zero, la riduzione degli spread e la ripresa, sia pure selettiva, degli investimenti, sono destinati nel breve periodo a mutare.

Basti pensare che gli interventi di “Quantitative Easing” e di “Targeted Long-term Refinancing Operations” (TLTRO) della BCE – che hanno provocato l’ aumento della liquidità nel sistema e la riduzione quasi a zero dei tassi - sono istituzionalmente temporanei e vengono di volta in volta prorogati, attualmente fino alla fine dell’ anno, ma con una riduzione dell’ ammontare da 80 a 60 miliardi mese a partire da marzo 2017.

Inoltre dal nuovo accordo cosiddetto “Basilea 4”, le cui trattative sono state per il momento solo rinviate, dovrebbe derivare per la banche italiane un innalzamento dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito e quindi nuovi vincoli sul capitale e all’ espansione, se non una nuova riduzione, del credito accordato all’ economia reale.

Per quanto riguarda le iniziative della UE, si ricordano le azioni in corso per il completamento dell’ Unione dei Capitali, le garanzie e i finanziamenti previsti per le PMI in base al cosiddetto Piano Juncker 2 e, per quanto riguarda in particolare i Minibond, i numerosi accordi attivati dal FEI (Fondo Europeo per gli Investimenti) con banche e intermediari finanziari italiani per il rilascio di garanzie europee anche a favore delle emissioni di Minibond.

In Italia l’ azione sia dei Governi che degli operatori è rivolta da un lato a cercare di ampliare il numero delle società che emettono o hanno intenzione di emettere

¹⁰⁸ CRIF RATINGS “Special Report . La struttura finanziaria delle PMI italiane”, 15 dicembre 2016, pag. 2.

Minibond, dall' altro ad estendere la platea dei potenziali investitori e/o i capitali disponibili a sottoscrivere i nuovi titoli di debito delle PMI.

In breve sintesi, le azioni intraprese, soprattutto dagli operatori del settore, verso le imprese potenziali emittenti, che più di altre meritano di essere ricordate sono le seguenti :

1. oltre al servizio di distribuzione diretta istituito lo scorso mese di ottobre da Borsa Italiana per permettere il collocamento anche primario dei Minibond, sono ormai attive alcune piattaforme private dirette a favorire l' incontro tra aziende emittenti e potenziali sottoscrittori istituzionali come Piattaforma PMI, portale nato su iniziativa di Eidos Partners, la piattaforma offerta da BNP Paribas e soprattutto la piattaforma di EPIC Sim, la più antica, che ha già portato a conclusione diversi collocamenti, anche supportati da garanzia del Fondo Centrale di Garanzia o di finanziarie regionali e dove gli investitori possono anche manifestare interesse per una selezione di titoli già emessi.
2. per agevolare l' accesso al mercato dei Minibond da parte delle imprese più piccole e aggirare gli ostacoli costituiti dal livello dei costi di emissione e dalle ridotte dimensioni del fabbisogno finanziario di questa tipologia di aziende, sono allo studio, promosse da alcune regioni, iniziative di strutturazione di cosiddetti "Minibond di Territorio"; si tratta di un portafoglio di emissioni realizzate da piccole aziende, di importo singolo relativamente limitato, connesse da un legame con il territorio, ma anche con un settore o una filiera produttiva; il portafoglio andrebbe poi offerto unitariamente sul mercato magari con un' operazione di cartolarizzazione che rappresenta un' emissione collettiva di dimensioni appetibili per gli investitori istituzionali; le normative introdotte consentirebbero anche di ottenere su tale portafoglio cartolarizzato la garanzia del Fondo Centrale di Garanzia; un progetto di questo tipo, che prevede l' emissione di Minibond Short Term da parte di imprese medio piccole del medesimo settore e la successiva cartolarizzazione del portafoglio così costituito e il Progetto "Finance 4 Food", lanciato dalla Frigiolini & Partners Merchant in

collaborazione con il Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza di cui si è già parlato.¹⁰⁹

3. da ultimo si vuole ricordare il già citato il Progetto ELITE, istituito nel 2012 da Borsa Italiana e nato per accompagnare sul mercato dei capitali, e quindi anche del private debt, un ristretto numero di imprese ad alto potenziale di crescita; ad oggi le imprese italiane che fanno parte del progetto sono circa 300 e lo scorso dicembre Borsa Italiana e Confindustria hanno siglato un accordo per portare a 1.000 le imprese coinvolte nel progetto; le società di Elite hanno già realizzato diverse operazioni di finanza straordinaria, Private Equity, IPO su AIM, M&A etc; per quanto riguarda in particolare i Minibond, ad oggi già 20 società che hanno partecipato al progetto Elite hanno emesso e quotato su ExtraMOT PRO i loro titoli di debito e naturalmente il loro numero è destinato ad aumentare con la crescita delle aziende ammesse al progetto.

Per quanto riguarda l' estensione della platea dei potenziali sottoscrittori di Minibond, si possono esprimere dei dubbi sulla reale necessità – allo stato attuale - di tale ampliamento.

A partire dal 2014 ad oggi i fondi di private hanno raccolto oltre 1,2 miliardi di euro, di cui all' incirca una metà già investiti in un' ottantina di emissioni di strumenti di debito; l' impressione è che più degli investitori, sia carente allo stato attuale la domanda di prestiti da parte di un buon numero di PMI con progetti di crescita credibili e adeguata capacità di sostenere il debito, e/o la capacità degli investitori professionali di individuarle e proporre loro le emissioni.

Piuttosto, allo scopo di rendere il mercato dei Minibond più liquido, da alcune parti si sostiene l' ipotesi di consentire la sottoscrizione dei Minibond, o il loro acquisto sul mercato secondario, anche agli investitori retail, categoria che potrebbe essere mossa anche da logiche diverse dal buy and hold degli attuali investitori professionali e potrebbe quindi rendere più animato e consistente il mercato secondario di questi titoli.¹¹⁰

¹⁰⁹ Vedi L. FRIGIOLINI, G. PAGLIETTI, R. CALUGI “Modello operativo per l' accompagnamento delle PMI italiane sul mercato obbligazionario”, 2016

¹¹⁰ Vedi ad esempio R. ROSSI “Minibond, perché non allargare l' acquisto anche ai privati?” , Rivista AIAF n. 99, giugno 2016, pag. 43 e 44.

In ogni modo, in materia di azioni rivolte all' ampliamento del numero degli investitori, si ricordano qui soprattutto i provvedimenti contenuti nell' ultima legge di bilancio per il 2017.

Nei commi da 88 a 114 è stata prevista un' esenzione dalle imposte sui redditi di capitale e dalle imposte di successione a favore di enti di previdenza obbligatoria (fondi pensione), forme di previdenza complementare e persone fisiche che costituiscono Piani di Risparmio Individuale (PIR) a lungo termine e che investono in:

- azioni o quote di imprese
- quote o azioni di OICR

alla condizione che detengano tali titoli per almeno 5 anni e che una parte di tali investimenti sia destinata al finanziamento delle PMI.

Gli enti di previdenza e le forme di previdenza complementare possono destinare a questa tipologia di investimenti qualificati, i cui redditi sono esenti, fino al 5% del loro attivo patrimoniale, mentre le persone fisiche possono destinare al loro PIR fino a 30.000 euro all' anno per un importo complessivo fino a 150.000 euro.

Lo scopo del provvedimento è da un lato di favorire l' afflusso di liquidità verso imprese preferibilmente medio-piccole, dall' altro conferire agevolazioni fiscali oltre che ad investitori professionali, anche alle persone fisiche che vincolano i propri investimenti per un periodo di media- lunga durata.

Da questo provvedimento, che si stima possa attrarre sull' economia reale un flusso di liquidità di circa 11-12 miliardi, non sono finora previsti gli investimenti in obbligazioni e quindi anche in Minibond di PMI.

Dietro sollecitazioni di molti operatori del settore era prevista l' introduzione in Senato di un emendamento che comprendesse anche i titoli di debito tra gli investimenti qualificati in esenzione fiscale; peraltro date le dimissioni del Governo e l' approvazione della legge in Senato senza discussione degli emendamenti, l' introduzione della modifica relativa ai Minibond è stata per il momento rinviata.

L' introduzione di questo regime di agevolazione fiscale sugli investimenti nell' economia reale è particolarmente rilevante soprattutto in una fase caratterizzata da tassi di interesse bassi o nulli.

E' peraltro da notare che la condizione prevista anche per i privati di detenere i titoli inseriti nei PIR per almeno 5 anni, quantomeno ai fini dello sviluppo di una maggiore

liquidità del mercato dei Minibond, non costituisce un miglioramento perché li conduce a seguire la stessa logica di “buy and hold” degli investitori professionali.

Alla luce di quanto detto si può affermare che i provvedimenti volti all'introduzione dello strumento Minibond e allo sviluppo del relativo mercato, sono stati opportuni e efficaci per la creazione e un primo nucleo di emissioni, aziende emittenti, e di nuove tipologie di investitori; tuttavia il mercato si sta sviluppando troppo lentamente rispetto alle esigenze di finanza alternativa per le PMI e le aspettative per le quali è stato istituito.

Peraltro alcune delle condizioni del generale contesto italiano che hanno limitato lo sviluppo dei Minibond sono destinate a non durare, come i tassi zero derivanti dagli incentivi della BCE, altre invece, quali la scarsa conoscenza dello strumento da parte delle PMI, potranno essere rimosse attraverso adeguate politiche informative.

Infatti è di tutta evidenza che il credito bancario non potrà tornare ad essere quello pre-crisi e che i canali alternativi per finanziare i progetti di investimento delle PMI debbano continuare ad essere sviluppati e incentivati.

BIBLIOGRAFIA

- OCSE**, *Finanziamento delle PMI e dell'imprenditorialità*, Scoreboard OCSE, 2014
- L.F. Signorini**, *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, Università degli Studi di Trento, 4 Novembre 2015
- F. Onida**, *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno*, Il Mulino, Bologna 2004
- Banca d' Italia**, *Relazione annuale 2011*
- P. Rossi**, *Il finanziamento delle imprese durante le due crisi finanziarie*, Osservatorio Monetario n. 3/2014, Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Novembre 2014
- G. Albareto e P. Finaldi Russo**, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, N. 127 Luglio 2012
- L. Guiso**, *Piccole e medie imprese, finanza e assicurazione. Il legame in tempi di credit crunch*, Italian Axa paper, Le sfide della crescita, 2013
- Centro Studi Confindustria**, *Nuova finanza alle imprese per superare la scarsità di credito*, Scenari Economici, Dicembre 2012
- Ministero dello Sviluppo Economico**, *Small Business Act: Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014 e nel primo semestre 2015*, Rapporto 2015
- Commissione Europea**, *Libro Verde: il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 25 marzo 2013
- Commissione Europea**, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali (CMU)*, Comunicazione del 30 settembre 2015
- G. Grande e G. Guazzarotti**, *Il finanziamento degli investimenti a lungo termine: iniziative in corso e principali linee di intervento*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, N. 238 Settembre 2014
- L. Nadotti, C. Porzio, D. Previati**, *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw- Hill, settembre 2009
- Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria**, *Basilea 3 – Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*, gennaio 2013
- Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria**, *Documento di consultazione Basilea 3 – Il Net Stable Funding Ratio*, gennaio 2014
- P. Penza**, *Basilea III e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*, Speciale Basilea III, Bancaria n. 11/2011

G. Mercanti, *Regime fiscale dei Minibond: ritenute, imposte sostitutive e deducibilità*, Relazione al convegno Il finanziamento all'impresa tramite l'emissione di Minibond, Verona 26 Gennaio 2015

L. Busani, *Titoli di debito di s.r.l. : il bilancio dei primi dieci anni*, le Società, n. 12/2013

Commissione Europea, “*Think small first: A Small Business Act for Europe*”, Comunicazione del 30 Settembre 2008

Commissione Europea, “*Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle piccole e medie imprese ai finanziamenti*” , Comunicazione del 7 Dicembre 2011

Assonime, *Le innovazioni sulla finanza di impresa : cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative* Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013

Agenzia delle Entrate, *Modifiche al regime fiscale delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni emesse dalle piccole e medie imprese e dei Project bond*, Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013

Ministero Sviluppo Economico e Ministero dell' Economia e Finanze, Decreto interministeriale del 5/06/2014

Ministero dell' Economia e Finanze, Decreto Ministeriale del 19/06/2015

CONSOB, *Regolamento Intermediari*, delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni

CONSOB, *Regolamento Emittenti*, delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni

CONSOB, *Comunicazione n. 9019104*, 2 marzo 2009.

A. Germani, F. Mariotti, *I Minibond quale strumento per il finanziamento delle PMI: profili civistici e fiscali*, www.gdctax.it/it/pubblicazioni, 1/07/2015

P. Carrière, *I Minibond e le nuove obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, Le Società, n. 2/2014

A. Meiani, L. Rizzi, D. Sabatini *Guida ai Minibond: strumenti innovativi per la finanza delle PMI*, Bancaria editrice, 2015

Politecnico di Milano – Osservatorio Minibond, *II° Report Italiano sui Minibond*, febbraio 2016

R. Calugi, V. Morelli, G. Paglietti (a cura di) *I Minibond. Istruzioni per l' uso* (II Edizione), Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, 2014

Politecnico di Milano – Osservatorio Minibond, *I° Report Italiano sui Minibond* , febbraio 2015

C. Arlotta ed altri *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*. Franco Angeli, 201

G. Romano *Il rating come criterio di valutazione sintetico del rischio di credito*, Guida agli strumenti finanziari alternativi. Dalle cambiali ai Minibond. Quaderni AIAF n. 160, novembre 2013

V. Fioronti *Le tre sorelle del rating e il conflitto di interessi Iuris Prudentes* – Il Magazine del dipartimento giuridico della LUISS, Dicembre 2014

Cerved Rating Agency, *Metodologia per il rating di imprese*, maggio/ giugno 2014

Cerved Rating Agency *Metodologia per il rating di emissione*, maggio/ giugno 2014

Cerved Rating Agency, *Politica in materia di conflitti di interesse*, maggio 2014

CRIF Ratings, *Crif Rating Methodology. Emissioni Corporate*, maggio 2016

CRIF Ratings, *Politica in materia di conflitti di interesse*, gennaio 2017

N. Branzoli, G. Guazzarotti *Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza , numero 262 – marzo 2015.

Borsa Italiana, *Regolamento del Mercato ExtraMOT*, 24 ottobre 2016

Borsa Italiana, *EXTRAMOT PRO il mercato di riferimento dei Minibond*, presentazione del febbraio 2013

C. D' Auria, Allen & Overy, *Il sistema delle garanzie a supporto dell' emissione di Minibond*, Diritto Bancario, marzo 2014

SACE, *Sace per le PMI : Le garanzie finanziarie per l' Internazionalizzazione*, Quaderni SACE , maggio 2011

SACE, *SACE : strumenti assicurativi e finanziari per l' internazionalizzazione*, novembre 2015.

A. Paletta *Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Aracne Editrice, 2015

Fondo di Garanzia per le PMI *Disposizioni Operative*, aggiornamento del 23 ottobre 2014

Fondo di Garanzia per le PMI *Garanzia del Fondo su Portafogli di Minibond. Modalità Operative*, 23 ottobre 2014

Fondo di Garanzia per le PMI *Report Statistici al 31 dicembre 2015*

Fondo di Garanzia per le PMI *Report Statistici al 31 ottobre 2016*

Epic – Minibond Italy *Barometro Minibond. Market Trends – Principali indicatori al 31.12.2015*

Cerved Group *Esiste un mercato per i Minibond in Italia? La fotografia delle società non quotate CERVED*, ottobre 2013

Prometeia Advisor Sim, *Finanziamento della crescita e Mini-bond : il problema e una possibile (parziale) soluzione*, Anteo, n. 75, gennaio 2014.

Assogestioni, *L' industria del risparmio gestito e il finanziamento delle PMI*, Position Paper, giugno 2013

AIAF, *Guida agli strumenti finanziari alternativi. Dalle cambiali ai Minibond*, Quaderni AIAF n. 160, dicembre 2013

AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, gennaio 2014

AIFI, *Il mercato italiano del Private Debt*, 2 marzo 2016

AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nel primo semestre 2016*, 20 ottobre 2016

AIFI *Guida pratica ai Fondi di Private Debt* febbraio 2016.

Fondo Italiano di Investimento, *Supporto allo sviluppo del mercato del private debt : il ruolo di Fondo Italiano d' Investimento*, Ottobre 2016

Fondo Italiano di Investimento, *Relazione di Gestione del Fondo "FOF Private Debt" al 31 dicembre 2015*. Dicembre 2015

V. Marzetti *Analisi comparativa dei Fondi di Minibond* in appendice a A. Meiani, L. Rizzi, D. Sabatini *Guida ai Minibond: strumenti innovativi per la finanza delle PMI*, Bancaria editrice, 2015

Prometeia Advisory Sim *Il Private Debt italiano : una grande opportunità, dove conta il gestore, non il veicolo di investimento*, Anteo, n. 79, settembre 2014

IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015. Considerazioni del presidente Salvatore Rossi*, Roma 15/06/2016

COVIP *Relazione per l'anno 2015. Considerazioni del presidente* Roma 9/06/2016

L. Frigiolini, G. Paglietti, R. Calugi *Modello operativo per l' accompagnamento delle PMI italiane sul mercato obbligazionario*, 2016

4 Madonne Caseificio Dell' Emilia, Società Cooperativa Agricola, *Documento di Ammissione - Regolamento del Prestito*

C.A. Finotto *Aziende del vino candidate ideali ai Minibond, ma poche lo sanno*. IL SOLE 24ORE, 1° aprile 2016

Borsa Italiana *ExtraMOT PRO Link. Il nuovo portale dedicato al mercato ExtraMOT PRO*, presentazione, aprile 2016

M. D' Ascenzo *Elite supera quota 400 aziende*, Il Sole 24 Ore del 4 novembre

F. Brigante, *AIM ed ELITE opportunità per le PMI virtuose*, atti del convegno "AIM e Minibond : mercati dei capitali per PMI", Milano, 27 ottobre 2014

Borsa Italiana, *Obbligazioni in distribuzione diretta da oggi su ExtraMot e ExtraMot Pro*, Comunicato Stampa del 24 ottobre 2016

CONSOB, *Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale*, Comunicazione n. 0092492 del 18 ottobre 2016.

P. Leofreddi e A. Campari, *Il procedimento di ammissione a quotazione dei Minibond presso l' ExtraMOT PRO*, in *Diritto Bancario*, Aprile 2014

Orrick, *Adempimenti relativi all' emissione di Minibond e all' ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO*

F. Gianni, *Market abuse : L' informazione privilegiata e il mercato*, relazione al convegno Synergia Formazione "Market Abuse", Milano 16 novembre 2009.

Borsa Italiana, *ExtraMOT PRO. Il mercato obbligazionario al servizio delle corporate italiane*, Roma novembre 2016.

Epic – Minibond Italy, *Barometro Minibond. Market Trends Principali indicatori al 31.12.2016*, 4 gennaio 2017

Banfi e F. Pampurini, *I Minibond per il finanziamento delle imprese : aspetti tecnici e evoluzione del mercato italiano*, Osservatorio Monetario n. 3/2014, Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Novembre 2014

A. Franzosi, *ExtraMOT PRO e la quotazione delle obbligazioni di PMI. Quale valore per gli investitori*, in *Anteo* n. 82, marzo 2015

R. Bertelli, *Rischi ed opportunità dei Minibond*, intervista su *Il Sole 24 ore*, 20 marzo 2013.

Milano Finanza, *Fondi : Wise Sgr acquista Primat Srl*, 25 novembre 2014.

F. Cortese, L. Di Nallo, E. Renzullo, *Le condizioni per la diffusione dei Minibond* IPE Business School, Working Paper n. 8, Luglio 2016.

CSE Crescendo, *Minibond : strumenti di sviluppo o sopravvivenza?*, Milano 2014

CSE Crescendo, *Minibond : strumenti di sviluppo o sopravvivenza? II Ricerca Titoli ExtraMot Pro Borsa Italiana*, Milano 2014

F. Pavesi, *Waste Italia sospesa sul filo del rasoio del crac*, *Il Sole 24 Ore* del 12 ottobre 2016

E. Carluccio, *Minibond: analisi delle aspettative del mercato e definizione di un modello di pricing*, PE LAB, Bocconi School of Management, marzo 2014

P. Bottani, L. Cipriani, F. Serao, *Il modello di analisi Z-Score applicato alle PMI*, Amministrazione e Finanza n. 1/2004

Borsa Italiana, *Review dei Mercati 2016*, Comunicato Stampa del 30 dicembre 2016.

Epic – Minibond Italy, *Mercato dei Minibond 2013 – 2016. Principali indicatori economico – finanziari al 31 dicembre 2016* “, 4 gennaio 2017

Ministero dello Sviluppo Economico, *Small Business Act: Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2012* Rapporto 2013

Banca d’ Italia, *Bollettino Economico*, n. 1/2017

Banca d’ Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2/2016 diffuso il 18 novembre 2016

Centro Studi Confindustria, *La crisi ad un punto di snodo. Tassi, materie prime, politiche di bilancio, populismi*, Scenari Economici, n. 28, dicembre 2016

CRIF Ratings, *Special Report . La struttura finanziaria delle PMI italiane*, 15 dicembre 2016.

R. ROSSI, *Minibond, perché non allargare l’ acquisto anche ai privati?*, Rivista AIAF n. 99, giugno 2016.

SITOGRAFIA

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>

<http://www.mef.gov.it/>

<http://www.sviluppoeconomico.gov.it/>

<http://www.consob.it/>

<http://www.borsaitaliana.it/>

<http://www.borsaitaliana.it/pro-link/>

<https://www.bancaditalia.it/>

<http://www.fondidigaranzia.it/>

<http://www.fondoitaliano.it/>

<http://www.eif.org/>

<http://www.sace.it/>

<http://www.confindustria.it/>

<https://www.abi.it/>

<http://www.aifi.it/private-debt/>

<http://www.aiaf.it/>

<http://www.assogestioni.it/>

<http://ratingagency.cerved.com/>

<https://www.criratings.com/>

<http://www.pmi.it/>

<http://www.osservatorioMinibond.it/>

<http://www.consorziocamerale.eu/>

<https://Minibonditaly.it/>

<http://epic.it/it#>

<http://bebeez.it/>

<http://www.piattaformapmi.it/>

<http://Minibond.it/>

<http://www.finanzaoperativa.com/tag/Minibond/>

<http://www.sdabocconi.it/it/sito/private-equity-finanza-crescita>

<https://www.investireoggi.it/obbligazioni/>

<http://www.milanofinanza.it/>

<http://www.ilsole24ore.com/>

Riassunto della Tesi

I Minibond come strumento di finanziamento per le piccole e medie imprese: opportunità e limiti

1. Le problematiche del finanziamento delle piccole e medie imprese

Secondo l'articolo 2 della Raccomandazione 2003/361/CE si definiscono PMI quelle imprese costituite da meno di 250 occupati e che presentano o un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio inferiore ai 43 milioni di euro.

Negli ultimi vent'anni le tendenze dell'economia globale hanno rilevato come il sistema produttivo italiano in generale reagisca con lentezza alle nuove esigenze di un mercato che va interpretato in chiave globale: le imprese italiane, soprattutto quelle di minori dimensioni, soffrono di alcune criticità nella gestione finanziaria che si possono definire strutturali.

Secondo Onida, infatti, le PMI sono *“imprese che continuano ad essere sottocapitalizzate, troppo dipendenti da debito bancario a breve, riluttanti ad aprire quote di proprietà ad investitori esterni per timore di perdere il pieno controllo strategico ed operativo, diffidenti nei confronti dei mercati finanziari e nei vincoli di trasparenza del bilancio imposti dalle regole degli investitori istituzionali”*.

Sottocapitalizzazione, ricorso eccessivo al debito bancario e governance familiare sono le cause principali del limitato sviluppo delle imprese di minori dimensioni, che non dispongono delle risorse, finanziarie e non solo, per accrescere la loro dimensione e/o il loro business.

Se da un lato c'è diffidenza nei confronti del mercato dei capitali, dall'altro anche i mercati obbligazionari non hanno avuto – anche per limiti legislativi - molto successo tra le PMI: il ricorso a tali mercati resta finora sfruttato solo dai grandi gruppi industriali, a causa dei rilevanti costi di emissione e nel rendimento medio richiesto ancora molto elevato.

Oltre ai problemi strutturali delle PMI, a peggiorare la situazione sono state le due crisi finanziarie che si sono verificate nel 2007/2008 (fallimento di Lehman Brothers) e tra il 2011 e il 2013 (crisi dei debiti sovrani), che hanno innescato in Italia una pesante fase recessiva, provocando anche il noto fenomeno del credit crunch.

Le PMI italiane presentano non solo debolezze strutturali, ma in più, a causa della crisi, hanno subito le politiche di restrizione creditizia intraprese dalle banche, che hanno posto un freno alla loro crescita e alla capacità di finanziare progetti di sviluppo a medio e lungo termine.

Le banche si sono rivelate particolarmente restie ad accordare crediti a medio lungo termine a settori di imprese che mostravano un generalizzato calo della redditività e un aumento delle sofferenze, limitando l'assunzione di tali tipi di rischi a lunga scadenza e/o proponendo alle imprese richiedenti condizioni eccessivamente stringenti.

Per quanto riguarda l' accesso a forme di finanziamento non bancario, nello specifico per le PMI, si deve ricordare come storicamente, e ancor più nella fase di recessione e di crisi finanziaria, risulti chiusa per tale tipologia di imprese la possibilità di emissione di obbligazioni e di altri titoli di debito.

Per le PMI il ricorso al finanziamento non bancario tramite emissioni di obbligazioni e titoli similari è rimasto da sempre estremamente limitato, se non addirittura inesistente, oltre che per motivi legati alla loro maggiore rischiosità e all'eccessivo costo di tale forma di indebitamento, soprattutto a causa delle rigide limitazioni alla possibilità della loro emissione derivanti dalla normativa civilistica e fiscale.

Dal punto di vista delle banche la crisi finanziaria è stata solo uno degli aspetti che ha portato al fenomeno del credit crunch: il fenomeno della restrizione del credito alle imprese e alle famiglie è anche una conseguenza dell'irrigidimento nei criteri di erogazione dei prestiti dovuto alle regole di Basilea.

Le modifiche dovute a Basilea II hanno portato le banche ad utilizzare dei criteri di selezione della clientela più rigidi, che si basano sul rating delle imprese che richiedono dei finanziamenti: questo aspetto ha sicuramente comportato una riduzione del credito concesso alle imprese.

E' stata inoltre prevista un' ulteriore revisione dell'accordo, Basilea III, con l'obiettivo di una maggiore patrimonializzazione delle banche e di deleveraging, ovvero di alleggerimento delle esposizioni di finanziamento, che non lasciano intravedere per il futuro una maggiore erogazione di finanziamenti bancari per le imprese.

Le conseguenze di questa situazione fin qui descritta, destinate tra l'altro a rimanere nel tempo per il mutato quadro regolamentare, hanno indotto le autorità europee e italiane in particolare a ipotizzare una serie di misure rivolte a far ripartire l'economia europea ed italiana soprattutto le piccole e medie imprese, definite motore dell'economia europea, e a sviluppare la loro capacità di accedere a forme di finanziamento non bancario.

2. L'introduzione dei Minibond: quadro normativo e definizione dello "strumento finanziario"

Prima dell' introduzione dei Minibond esistevano una serie di limitazioni giuridiche, di tipo civilistico e fiscale che, tra le altre, ostacolavano, come si è visto nel paragrafo precedente, l' emissione di obbligazioni da parte delle PMI.

Dal punto di vista civilistico, in tema di società per azioni, l' art. 2412 del c.c. prevedeva i seguenti stringenti limiti quantitativi all' emissione di obbligazioni:

- la società può emettere obbligazioni per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato
- tale limite può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali
- I limiti precedenti non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, se tali strumenti sono destinati alla quotazione nei medesimi mercati o in altri.

In tema di società a responsabilità limitata l'art. 2483 stabiliva che tali società potevano emettere obbligazioni solo se l'atto costitutivo lo prevedeva e dovevano essere sottoscritte solo da investitori qualificati.

Dal punto di vista fiscale esistevano due principali limitazioni, una inerente alla società emittente, ed un'altra relativa ai sottoscrittori dei titoli obbligazionari.

In relazione ad entrambi gli aspetti esisteva un duplice regime, costituito da una disciplina agevolata riguardante i cosiddetti "grandi emittenti" ed da un'altra riguardante tutti gli altri tipi di emittenti:

1) Fiscalità dell'impresa emittente: deducibilità degli interessi passivi

a.1) Banche, S.p.a. quotate, enti pubblici trasformati in S.p.a. : tali soggetti potevano dedurre gli interessi in base al regime di deducibilità ordinaria previsto dall'art. 96 del TUIR.

a.2) Tutti gli altri emittenti: gli interessi passivi corrisposti per le obbligazioni e gli altri titoli simili emessi da questi soggetti erano sottoposti al più stringente regime di parziale indeducibilità previsto dall'art. 3, comma 115 della legge 549/95 (Legge Prodi).

2) Fiscalità per il soggetto sottoscrittore : tassazione degli interessi attivi

b.1) Banche, S.p.a. quotate, enti pubblici trasformati in S.p.a. : gli interessi attivi percepiti dai sottoscrittori delle obbligazioni emesse da tali soggette erano sottoposti al regime di imposizione sostitutiva previsto D. lgs. N. 239/96.

b.2) Tutti gli altri emittenti: gli interessi attivi percepiti dai sottoscrittori delle obbligazioni emesse da tali soggetti erano sottoposti alla ordinaria ritenuta con obbligo di rivalsa prevista dall'art. 26 comma 1 del DPR 660/73

Sotto lo stimolo della lunga crisi iniziata nel 2008 il governo italiano ha emanato una serie di provvedimenti volti a superare il bancocentrismo, tipico soprattutto delle PMI, favorendo e incentivando il ricorso, da parte di queste ultime, a forme di finanziamento non bancario.

Tali provvedimenti sono i seguenti:

a. Il decreto sviluppo e il decreto sviluppo bis (DL 2/06/2012 n. 83 e DL 18/10/2012 n. 179): dal punto di vista civilistico, i suddetti provvedimenti, oltre ad ampliare le possibilità di emissione delle cambiali finanziarie e a disciplinare l'emissione da parte di società non quotate di obbligazioni e titoli simili di tipo partecipativo e/o subordinato, hanno determinato un sensibile ampliamento delle possibilità di emettere obbligazioni in deroga ai limiti quantitativi previsti, per le società per azioni, dall'art. 2412 del c.c.

Inoltre il comma 8 del DL 83 estende, pur se con delle limitazioni, il regime di deducibilità degli interessi passivi anche ai titoli di debito di società non quotate.

b. Il Piano Destinazione Italia (DL 23/12/2013 n. 45): Il presente provvedimento con l'art. 12 introduce le seguenti importanti novità normative: l'estensione del privilegio bancario all'emissione di obbligazioni e l'applicabilità dell'imposta sostitutiva alle garanzie prestate in luogo di emissione di obbligazioni.

Queste due misure sono rivolte alla rimozione delle differenze con la disciplina dei finanziamenti bancari.

Altre modifiche che liberano i finanziamenti tramite obbligazioni da ulteriori limiti sono:

- L'introduzione dell'esenzione da ritenuta sugli interessi sui Minibond
- La possibilità per le compagnie di assicurazione di investire in tali strumenti
- la concessione della garanzia a favore di SGR che sottoscrivono Minibond da parte del Fondo di Garanzia

c. Decreto Crescita e Competitività (DL 24/06/2014 n.91): con l' art. 21 si estende l'imposta sostitutiva di cui al DL 239/96 anche ai proventi di obbligazioni e titoli simili non quotate emesse da società non quotate e detenute da investitori.

L' art. 22 ha ampliato anche ad investitori esteri residenti nell'UE l'applicazione del regime di esenzione da ritenuta alla fonte sugli interessi, riservato precedentemente soltanto ai soggetti residenti in Italia, nonché la possibilità di fruire del regime sostitutivo delle imposte sui finanziamenti a medio e lungo termine.

In base a tale articolo, inoltre, è stata accordata alla SACE, alle imprese di assicurazione e alle società di cartolarizzazione l'opportunità di svolgere anche in proprio l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma a favore delle imprese.

Risulta evidente che tutti i provvedimenti legislativi esaminati non hanno introdotto un nuovo strumento finanziario "Minibond", bensì hanno rivitalizzato, rimuovendo ostacoli e limiti, strumenti di debito come le obbligazioni, le cambiali finanziarie e i titoli simili, già esistenti e scarsamente utilizzate in particolar modo dalle PMI.

Di conseguenza quando si parla di "Minibond" ci si riferisce a titoli di debito emessi da società non quotate ed in particolare da piccole e medie imprese nel rispetto e nei limiti della normativa attuale.

Gli aspetti fondamentali che contraddistinguono i Minibond sono quindi i seguenti:

- Si tratta in definitiva di una delle forme di obbligazioni previste dall'ordinamento italiano.
- Sono obbligazioni emesse da società non quotate e in particolare da PMI come definite dalla Raccomandazione CE/361/2003 e dalla conseguente normativa italiana, con esclusione delle banche e delle microimprese.
- Per lo più vengono quotate nel segmento professionale ExtraMot Pro di Borsa Italiana o analogo sistema multilaterale di negoziazione di un altro Paese UE, oppure sottoscritti e detenuti da investitori professionali qualificati; tuttavia quest'ultimo punto non è una condizione necessaria né sufficiente a definire un titolo come "Minibond" in quanto esistono Minibond non quotati all'ExtraMOT PRO come anche obbligazioni quotate in tale segmento, ma emesse da grandi imprese.

3. L'operazione di emissione dei Minibond: il procedimento e i soggetti coinvolti

Quando è un'impresa di minori dimensioni che si trova a dover compiere un passo che comporta in ogni caso un'apertura al mercato, la scelta ricade per lo più

sull'emissione obbligazionaria, la quale comporta inizialmente una minore esposizione al mercato, un impatto più lieve sulla governance aziendale e nessuna variazione nella compagine sociale.

Il procedimento che porta infatti al collocamento del titolo si suddivide in diverse fasi tra cui, una preliminare ed altre di esecuzione: queste ultime spesso non hanno dei confini ben delineati e quindi oltre a susseguirsi spesso si sovrappongono, ed alcune possono essere solo eventuali.

Tali fasi sono:

1. Valutazione preliminare della sussistenza dei requisiti minimi per l'emissione di Minibond
2. Valutazione dei requisiti quantitativi e qualitativi della società emittente
3. Redazione di un piano economico – finanziario (Business Plan)
4. Strutturazione del prestito obbligazionario e redazione dell' Information Memorandum
5. Ricerca degli investitori ed emissione e collocamento

In linea di massima e per le esperienze fin qui realizzate, l'intero processo dura dai 3 ai 6 mesi, a seconda delle difficoltà riscontrate durante l'emissione.

Nell'ambito di questo processo ruolo fondamentale è quello dell'advisor, che è una figura dotata di ampie competenze, sia tecniche che specialistiche, che supporta la società in tutte le fasi del complesso procedimento, specialmente nelle prime tre: la valutazione preliminare, la valutazione degli elementi quantitativi e qualitativi e la redazione del piano economico e finanziario.

L'advisor svolge inoltre una funzione di coordinamento tra tutti i numerosi soggetti che intervengono durante il procedimento di emissione: tali soggetti sono l'arranger, la società di rating e i potenziali investitori del prestito.

L'arranger è la figura che si occupa principalmente della strutturazione del prestito e del successivo collocamento presso il mercato: dopo aver ipotizzato una prima strutturazione del prestito, in collaborazione con l'advisor e la società emittente, si occupa di reperire i potenziali investitori, presentando l'opportunità di investimento documentata dall'information memorandum, e sonda il terreno per verificare il gradimento dell'operazione.

I tre elementi principali su cui l'attività dell'arranger si focalizza sono infatti: la due diligence, gli aspetti legali e la strutturazione vera e propria del prestito e delle sue clausole.

Per quanto riguarda le agenzie di rating, nell'ambito del procedimento di emissione di un Minibond, l'assegnazione di un rating non è richiesta da alcuna norma, né è prevista per l'ammissione del titolo a quotazione sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana.

Nel caso dell'emissione di un Minibond, tuttavia, l'assegnazione di un rating sarebbe un elemento fondamentale per fornire agli investitori potenziali le informazioni e le esigenze di carattere finanziario e gestionale sull'impresa, nonché un ulteriore elemento di trasparenza che potrebbe agevolare l'emissione e il successo del collocamento.

Con particolare riferimento al mercato delle obbligazioni e dei Minibond, si riscontrano due categorie di rating: investment grade oppure sub-investment grade o speculativo, con una categoria intermedia denominata “crossover”.

Un altro momento fondamentale, che avviene contemporaneamente alla fase di strutturazione del prestito, è la sottoscrizione dell’ emissione: viene svolta un’ attività di presentazione della società emittente ai potenziali investitori istituzionali con la consegna dell’ information memorandum, con incontri individuali o con un road show per la comunità finanziaria nel suo insieme.

La sottoscrizione dei Minibond, come pure la loro successiva quotazione, sono riservate agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali: tali soggetti, infatti, posseggono l’ esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che in tal modo stanno per assumere.

- 1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari italiani o esteri quali ad esempio banche, imprese di investimento o fondi pensione e società di gestione di tali fondi
- 2) le imprese di grandi dimensioni, definite tali in base a requisiti dimensionali stabiliti dal Regolamento.
- 3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

Una volta emessi e collocati, i Minibond possono essere quotati in un mercato regolamentato estero, in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o estero o rimanere non quotati presso investitori professionali.

Per offrire alle PMI un mercato nazionale flessibile, economico ed efficiente in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo, nel febbraio 2013 Borsa Italiana Spa ha istituito il nuovo segmento professionale del suo mercato ExtraMOT denominato ExtraMOT PRO, appositamente per la quotazione di Minibond e titoli simili.

Come per tutti i titoli obbligazionari, anche per i Minibond il successo dell’ emissione e del collocamento sono ovviamente agevolati dalla presenza o meno di un’ adeguata dotazione di garanzie.

La volontà della UE e del legislatore italiano di incentivare ed agevolare le PMI nel ricorso a forme di finanziamento soprattutto a medio e lungo termine di tipo non bancario si è concretizzata, in tema di garanzie, in una serie di interventi normativi e regolamentari diretti a promuovere il supporto a favore delle emissioni delle PMI da parte di operatori specializzati di tipo “pubblico” che già intervengono per garantire le tradizionali forme di finanziamenti bancari.

La prima ad intervenire in tal senso è stata la SACE, Spa detenuta a 100% dal gruppo CDP, Cassa Depositi e Prestiti, specializzata in prodotti assicurativi e finanziari, credito all’exportazione, assicurazione del credito, protezione degli investimenti, garanzie finanziarie, cauzioni e factoring.

L' intervento pubblico più importante e generalizzato attuato per promuovere il rilascio di garanzie a favore di emissioni di Minibond è senz' altro quello relativo al Fondo di Garanzia per le PMI.

Obiettivo del Fondo di Garanzia, che ha la struttura di un fondo rotativo, è quello di sostenere le richieste di fondi avanzate dalle PMI agli istituti di credito e ad altri finanziatori dotandole di una garanzia pubblica senza dover presentare garanzie aggiuntive.

In tal modo le PMI possono più facilmente ottenere i finanziamenti loro necessari ad un costo ridotto dall' assenza di ulteriori garanzie e dal minor rischio di credito per il soggetto finanziatore con conseguente minor assorbimento di capitale sia pure limitatamente alla quota garantita.

4. Gli operatori e gli strumenti del mercato dei Minibond

Gli operatori del mercato dei Minibond sono sostanzialmente tutte tipologie caratterizzate da un basso grado di liquidità, da politiche di investimento del tipo "buy and hold" che consistono nella sottoscrizione dello strumento finanziario al momento dell' emissione e nel mantenimento in portafoglio fino alla naturale scadenza: alcuni di questi sono i fondi chiusi di private debt, banche italiane ed estere, società di gestione del risparmio, le società veicolo per la cartolarizzazione (SPV di cui alla legge 130/1999), e fondi interni costituiti da società di assicurazione. Considerata quindi la sostanziale natura illiquida dello strumento Minibond, anche se eventualmente quotato in un segmento professionale come l' ExtraMOT PRO, ne discende conseguentemente che la forma del fondo di investimento "chiuso" costituisca la scelta più opportuna se non obbligata per una sana gestione di questa tipologia di attivi.

I fondi di private debt sono fondi comuni di investimento mobiliari di tipo chiuso con un numero di quote predeterminato, destinate solo ad investitori professionali qualificati che li sottoscrivono sulla base di un regolamento del fondo stesso e in vista delle sue predeterminate strategie di investimento.

I fondi chiusi specializzati in Minibond vengono per lo più costituiti da Società di Gestione del Risparmio (SGR), usualmente con raccolta compresa tra 50 e 200 milioni di euro, per investire esclusivamente o quantomeno in via prevalente in obbligazioni (Minibond), cambiali finanziarie e titoli simili di cui al Decreto Sviluppo.

Il primo fondo dedicato ai Minibond, il "Fondo Minibond Pmi Italia", è stato costituito nel maggio del 2013, con la collaborazione di Confindustria, dal Monte dei Paschi di Siena e Finanziaria Internazionale Investments Sgr che ne assicura la gestione.

Il Fondo Italiano d' Investimento, poi, opera come fondo dei fondi, promuovendo e partecipando alla costituzione di fondi chiusi che operano nel private equity, nel venture capital e, a partire dal 2014, anche nel private debt, con la costituzione del FOF Private Debt dedicato a investimenti nella forma di commitment in fondi italiani del settore.

Il ruolo del FOF Private Debt è stato finora fondamentale per promuovere lo sviluppo del mercato favorendo la nascita e l'operatività di diversi operatori e attraendo risorse da ulteriori investitori istituzionali che, incentivati dalla presenza attiva del FII, hanno investito anche loro fondi nel settore.

Si sono verificati, allo scopo di estendere la dimensione del mercato dei Minibond, alcuni interventi diretti all'ampliamento degli investitori coinvolti.

Per quanto riguarda l'estensione della possibilità di sottoscrivere Minibond per altre tipologie di investitori si ricorda che nel 2014 con i decreti "Piano Destinazione Italia" e "Decreto Competitività", si è accordata ad imprese di assicurazione, fondi degli enti di previdenza e fondi pensione la possibilità di considerare anche gli investimenti in Minibond e titoli simili o in OICR a questi dedicati, tra le attività ammesse a copertura delle riserve tecniche, cui questi soggetti sono tenuti per legge. Analogo trattamento è previsto, modificando la legge 130/99 per le operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di Minibond e titoli simili, anche se non quotati.

L'insieme di questi provvedimenti è diretto ad accrescere la diffusione dei Minibond nei portafogli degli investitori istituzionali attraverso l'aumento del numero di soggetti acquirenti di tali strumenti e rimuovendo vincoli all'operatività di alcuni investitori rispetto all'acquisto e alla detenzione di questi titoli che hanno una natura particolarmente illiquida.

Tuttavia, esaminando la situazione investimenti dall'attuazione della normativa fino al 2015, si può constatare come l'atteggiamento delle compagnie in materia di investimenti non tradizionali dei loro attivi, sia stato finora piuttosto cauto, e le nuove possibilità di investimento introdotte sono state scarsamente utilizzate e, pertanto tale opportunità risulti poco sfruttata.

Per quanto riguarda i fondi pensione la normativa relativa alle forme pensionistiche complementari prevede che la gestione degli investimenti sia, di norma, affidata ad operatori professionali a ciò abilitati, quali banche, SGR, SIM e imprese di assicurazione e soltanto in alcuni casi si possa attuare una gestione diretta.

La disciplina degli investimenti dei fondi tiene conto della finalità non speculativa dell'investimento, nei quali la massimizzazione degli investimenti può essere perseguita solo entro un grado di rischio che sia ragionevole e compatibile con la finalità previdenziale.

La COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) nella sua relazione per l'anno 2015 evidenzia che il patrimonio delle forme pensionistiche complementari mostra un incremento del portafoglio obbligazionario corporate per la quasi totalità riferito a titoli quotati, sottolineando le difficoltà di valorizzazione e liquidabilità degli strumenti non quotati.

La relazione indica inoltre che gli investimenti in fondi mobiliari chiusi continuano a costituire un fenomeno marginale e pertanto la quota delle risorse dei fondi destinata al finanziamento delle PMI rimane ancora esigua.

5. Il mercato ExtraMOT PRO: analisi delle quotazioni realizzate

Il segmento professionale ExtraMOT PRO è stato istituito da Borsa Italiana Spa nel febbraio del 2013 per arricchire la propria offerta obbligazionaria nell'ambito dei mercati obbligazionari già gestiti dalla società.

L'ExtraMOT PRO è stato istituito come segmento dedicato ai soli investitori professionali nell'ambito di ExtraMOT per consentire, alle PMI ed in generale alle società italiane non quotate, la negoziazione dei nuovi strumenti di debito introdotti dal Decreto Sviluppo e di godere così delle opportunità anche fiscali previste dalla nuova normativa.

Il nuovo segmento punta ad essere un mercato agile, flessibile e snello, particolarmente adatto alla quotazione dei Minibond emessi dalle PMI: proprio per queste sue caratteristiche, nonché per la natura e i rischi insiti nei nuovi strumenti di debito, è riservato ai soli investitori professionali.

L'esistenza di un efficiente mercato secondario dei Minibond permetterebbe infatti agli investitori di fronteggiare eventuali esigenze di liquidità smobilizzando il loro investimento; la quotazione dei titoli in un sistema multilaterale di negoziazione risulterebbe pertanto particolarmente attrattiva per gli investitori istituzionali quali assicurazioni, fondi pensione ed enti di previdenza in quanto consentirebbe loro di inserire nei loro portafogli impieghi di buon rendimento ma anche agevolmente liquidabili.

Dal punto di vista degli emittenti, oltre ad attrarre un maggior numero di potenziali investitori grazie alla liquidabilità dei titoli, la quotazione all'ExtraMOT PRO dovrebbe anche consentire loro di ottenere prestiti a tassi di remunerazione inferiori grazie alla minore incidenza del rischio di liquidità derivante proprio dalle possibilità di agevole smobilizzo dei titoli.

Poiché si tratta di un mercato (o meglio segmento) istituito soprattutto al fine di agevolare e incentivare la quotazione dei titoli emessi dalle PMI, il procedimento di ammissione alla quotazione su ExtraMOT PRO presenta requisiti di accesso e obblighi informativi particolarmente ridotti, che si traducono in maggiore rapidità e minori costi indiretti di quotazione, nonché una discreta flessibilità.

Infatti l'intero procedimento di ammissione è caratterizzato da tempi piuttosto brevi e da modalità discretamente flessibili, proprio per agevolare la tipologia di imprese, le PMI, per cui in definitiva il segmento ExtraMOT PRO è stato istituito.

Anche i costi di ammissione per ogni singolo strumento sono molto contenuti, 2.500 euro una tantum, indipendentemente dalla durata, ridotti a 500 euro se il titolo è già quotato in un altro mercato regolamentato o MTF: durante la vita dello strumento non è previsto alcun altro corrispettivo.

Questi obblighi informativi, per quanto snelli e limitati rispetto a quelli previsti per le società quotate, sono ovviamente rivolti a comunicare al pubblico le informazioni necessarie per permettere agli investitori di formarsi e mantenere nel tempo un giudizio consapevole sull'investimento effettuato.

AMMONTARE DELLE EMISSIONI E QUOTAZIONI

Anno	Totale emissioni (osservatorio minibond)	Totale quotazioni su ExtraMOT PRO
2012	2	=
2013	28	27
2014	71	63
2015	78	58
2016	78	73
Totale	257	221

La maggior parte del valore totale delle emissioni quotate, quasi il 70%, è originato da un piccolo numero di 20 emissioni di importo unitario molto rilevante (più di 150 milioni), spesso eurobond quotati anche all' estero.

Fin dall' inizio sono state quotate anche delle cambiali finanziarie, spesso emesse in base a programmi di tipo rolling dagli stessi emittenti : al dicembre 2015 in base alle rilevazioni dell' Osservatorio Minibond, risultavano in listino 19 cambiali finanziarie per un ammontare nominale totale di circa 56 milioni, emesse da soli 5 emittenti con scadenze da un mese a due anni.

L' utilizzo di tali valori mobiliari per il finanziamento ripetitivo a breve termine è risultato spesso appannaggio di società di tipo finanziario o di alcune società industriali e commerciali che sono ricorse a tale forma di funding per il finanziamento del capitale circolante.

A partire dall' ottobre del 2015, inoltre, si sta affermando sul segmento professionale una nuova tipologia di titolo di debito, il cosiddetto "Minibond Short Term" (o Liquidity Minibond) cioè un Minibond emesso a scadenza molto breve che sta via via sostituendo nelle emissioni la cambiale finanziaria, superando così i maggiori vincoli previsti per quest' ultimo strumento (sponsor e/o garanzia, titolo cambiario etc.) grazie al fatto che non esistono norme che vietano l' emissione di un Minibond con scadenza inferiore a 18 mesi.

Il nuovo titolo di debito, che per la verità snatura la nozione di Minibond come titolo obbligazionario per definizione a medio-lungo termine, viene peraltro presentato come lo strumento per un primo contatto degli emittenti con la realtà della Borsa e della quotazione, utile per un successivo passaggio ad operazioni di debito più tradizionali e di più lunga durata e magari anche per la quotazione dei titoli azionari.

L'ExtraMOT PRO in definitiva è un mercato secondario ancora rarefatto e sostanzialmente illiquido, con scambi sporadici e per controvalori ridotti e che riguardano soprattutto pochi emittenti di elevato standing; bisogna peraltro considerare che ExtraMOTPRO è un mercato in cui si negozia una asset class relativamente nuova, riservato ai soli operatori professionali che operano essenzialmente per conto di investitori istituzionali e/o di fondi chiusi di private debt quasi sempre mossi da una logica di "buy and hold".

Si può quindi osservare che tale mercato è caratterizzato soprattutto da emissioni di obbligazioni “high yield”, riconducibili a pochi emittenti di dimensioni medio-grandi, appartenenti a articolati gruppi industriali con una buona conoscenza della materia finanziaria; di conseguenza il valore intrinseco della quotazione di un Minibond sul segmento professionale deve essere ricercato negli aspetti relativi alla negoziabilità dello strumento, all’ informativa relativa all’ emittente e al titolo stesso, e alla trasparenza dei comportamenti.

6. I Minibond come operazioni di finanza straordinaria per le piccole e medie imprese

Al di là degli aspetti puramente finanziari, il collocamento sul mercato di un Minibond e la sua quotazione, hanno comunque un impatto decisamente innovativo su di una piccola e media impresa e comportano una sua apertura all’ esterno e una trasformazione più o meno ampia del suo *modus operandi*.

Si tratta di un’ operazione di finanza straordinaria cui possono ricorrere soltanto le migliori tra le PMI, imprese sane del tipo *investment grade* o *sub-investment*, con una situazione finanziaria in tendenziale equilibrio e buona redditività, adatte ad accedere al mercato dei capitali e disponibili ad adottare i conseguenti modelli di *governance* e la necessaria trasparenza.

Oltre alle finalità di riequilibrio e ristrutturazione finanziaria, l’ emissione di Minibond può essere utilizzata dalle PMI come operazione di finanza straordinaria anche per finanziare progetti di crescita interna e/o esterna, progetti di internazionalizzazione, operazioni di acquisizione etc.

Le nuove risorse finanziarie raccolte attraverso una simile operazione realizzano infatti una diversificazione delle fonti di finanziamento a titolo di debito, con attenuazione della dipendenza dal credito bancario a breve e conseguente allungamento della durata media della provvista.

Soprattutto in periodi di *credit crunch*, i Minibond riducono il rischio di richieste di rientro anticipato dei crediti bancari a breve e garantiscono anzi la disponibilità di risorse finanziarie a medio termine per importi che per una PMI sarebbe difficile acquisire da un singolo istituto.

Ulteriori effetti di natura straordinaria dell’ emissione sono la crescita culturale e organizzativa derivante dall’ apertura al mercato dei capitali, la generale promozione del brand e la grande visibilità sul mercato finanziario attraverso l’ eventuale quotazione dello strumento all’ *EXTRAMOT PRO*.

Per tentare una prima verifica e valutazione a consuntivo della tipologia delle emissioni concretamente effettuate, è giocoforza rifarsi all’ esame delle emissioni più antiche, quelle del periodo 2013 e 2014 che hanno avuto il tempo di evidenziare i loro effetti sulla gestione e sui bilanci delle società emittenti.

Tutte le analisi hanno innanzitutto rilevato come nei primi anni di esistenza di questo mercato i nuovi titoli di debito siano stati emessi soprattutto da imprese medio-grandi, anche quotate, e per importi rilevanti e che al contrario siano relativamente poche le PMI che sono ricorse all’ utilizzo dei Minibond : solo 34 aziende su 86 per un controvalore di 336 milioni su un totale di 5,7 miliardi.

L’ analisi dei bilanci post-emissione, condotta appunto sui bilanci fino al 2014 di un più limitato numero di emissioni di maggiore anzianità, mette a confronto i dati dei bilanci prima dell’ emissione con quelli dell’ esercizio 2014, al fine di evidenziare la variazione dei

seguenti parametri : totale attivo al netto delle passività non finanziarie e della cassa, totale dei debiti finanziari diversi dal Minibond e il patrimonio netto.

Analizzando l' andamento delle suddette variabili, l' Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha messo in luce tre diverse tipologie di comportamento adottate dalle imprese emittenti :

1. “crescita aggressiva”, modello adottato da 9 imprese che, insieme all' emissione del bond, hanno aumentato sia il capitale investito che il debito finanziario diverso dal bond e in molti casi anche il patrimonio netto;
2. “crescita prudente”, 19 imprese che con i proventi del Minibond hanno sì incrementato il capitale investito ma anche ridotto l' indebitamento bancario;
3. “cura dimagrante”, 5 imprese che hanno sia dismesso parte del capitale investito, sia ridotto l' indebitamento bancario.

Infine, un ulteriore elemento da evidenziare, tra le emissioni di Minibond ad oggi effettivamente realizzate, è la crescente diffusione dei cosiddetti “Minibond Short Term”.

Il primo Minibond Short Term è stato emesso e quotato su ExtraMOT PRO nel dicembre del 2015 dalla società ETT SpA, (che fino ad allora aveva emesso e quotato diverse Cambiali Finanziarie), per un importo fino ad 800 mila euro con una scadenza al 30 settembre 2016, pari a poco più di 9 mesi.

Presentato come un utilizzo dello strumento Minibond a supporto dell' attivo circolante delle PMI e non solo degli investimenti a medio e lungo termine, nel caso specifico per superare i ritardi di riscossione dei crediti verso la Pubblica Amministrazione, il Minibond Short Term ha conosciuto nel 2016 un autentico boom: solo tra le emissioni quotate all' ExtraMOT PRO, si contano nell' anno ben 13 titoli a breve termine, tutti di durata compresa tra 3 e 12 mesi e di importi inferiori al milione di euro.

I Minibond Short Term hanno come obiettivo quello di far familiarizzare le PMI coinvolte con il mercato finanziario e la Borsa in vista della successiva emissione di titoli di debito a medio e lungo termine e/o della quotazione all' AIM : la stessa ETT Spa infatti nel giugno del 2016 ha emesso e quotato un “Minibond Medium Term” per un importo di 750 mila euro di durata triennale mirato al closing di un' operazione di M&A, mentre continua l' emissione rotativa di titoli a breve.

Un aspetto interessante nella valutazione del “fenomeno Minibond” è sicuramente la determinazione del tasso di interesse del titolo di debito.

Dal punto di vista teorico, nella determinazione del tasso cedolare, occorre procedere per componenti addizionali tenendo presenti i fattori che rappresentano i diversi rischi o oneri da remunerare/coprire:

- Remunerazione di mercato per investimenti privi di rischio, Rischio di Tasso e Rischio Paese: per questi fattori si considera il tasso cedolare dei BTP di durata analoga ad un Minibond.
- Rischio di Credito: remunera le perdite attese in conto capitale considerando la Probability of Default, la Loss Given Default e l' Exposure at Default.
- Rischio di Liquidità: tale fattore è di difficile determinazione teorica e si utilizzano di solito dati storici o di mercato.
- Costi Operativi: costi del veicolo di investimento che vari modelli quantificano intorno al 1,5% annuo.

Per le emissioni inferiori a 50 milioni, la cedola a tasso fisso si concentra maggiormente attorno a valori compresi tra il 5% e il 6%; al 31 dicembre 2016 il valore medio della cedola di tutte le emissioni è pari al 5,34%.

L'importo della cedola dipende dalle variabili precedentemente illustrate e soprattutto dalla durata del titolo: più lontana è infatti la scadenza maggiore sarà l'importo della cedola.

Dai dati dell'osservatorio Minibond sembrerebbe che le emissioni delle PMI e/o quelle inferiori a 50 milioni abbiano un costo del debito inferiore a quello delle imprese più grandi, ma bisogna però considerare che le PMI emettono normalmente titoli su scadenze più brevi e quindi meno onerose.

Il differenziale rispetto ai tassi dei prestiti bancari rilevati nel Bollettino Statistico della Banca d'Italia per periodi di determinazione iniziale del tasso da 1 a 5 anni e oltre 5 anni è nel triennio mediamente di 2,80 punti percentuali; il tasso mediamente pagato dalle società emittenti i Minibond risulta tendenzialmente maggiore del doppio del costo dei finanziamenti bancari di durata analoga.

Si può perciò affermare che attualmente l'emissione di un Minibond ha un costo più elevato, e anche non di poco, rispetto a forme alternative di finanziamento, soprattutto quelle di tipo bancario che proprio l'introduzione dei nuovi strumenti di debito voleva sostituire o quanto meno diminuire.

Ai fini della valutazione di convenienza di un'operazione di emissione di Minibond, oltre al tasso di interesse, giocano un ruolo di rilievo gli altri costi di emissione.

Nell'operazione di emissione di un Minibond interviene, infatti, una pluralità di soggetti che sono di norma quasi tutti assenti nella procedura di erogazione di un mutuo o di un finanziamento bancario a medio e lungo termine.

In generale gli oneri gravanti sul collocamento a causa delle diverse attività di consulenza e assistenza possono essere fissi una tantum e/o ripetibili, variabili per lo più una tantum o misti.

Al di là di un'esatta quantificazione di tali costi, abbastanza impossibile a causa dell'estrema varietà delle situazioni concretamente verificabili, resta il fatto che il loro insieme comporta comunque una maggiorazione non indifferente al tasso cedolare già elevato dei Minibond.

7. Conclusioni: opportunità, limiti e prospettive del mercato dei Minibond

Dopo una prima fase, iniziale e transitoria, in cui si sono avute un limitato numero di operazioni di emissione di Minibond, soprattutto di rilevanti dimensioni e costruite ad hoc sulle esigenze di poche grandi imprese, spesso già quotate, il 2015 ha costituito un punto di svolta nel mercato, con l'ingresso dei nuovi fondi di private debt dedicati ai nuovi strumenti, delle assicurazioni e la nascita di una vera e propria filiera di operatori specializzati.

Il 2016 ha confermato i nuovi sviluppi del mercato evidenziando anche una progressiva crescita del segmento Extra MOT PRO in cui sono stati ammessi 66 strumenti, collocati da 52 società emittenti per una raccolta al momento dell'ammissione di oltre 3,2 miliardi; nello stesso anno, sui mercati azionari MTA e AIM Italia si sono riscontrate 20 ammissioni, di cui 14 IPO, che hanno raccolto 1,4 miliardi.

Si conferma quindi l'impressione di un mercato in crescita costante, che si sta consolidando nelle sue strutture, nei suoi operatori e nel suo modus operandi, dove ogni trimestre nuove società collocano titoli, ma nel quale cresce anche il numero di società che hanno già effettuato emissioni multiple; continua costante il trend di riduzione del taglio medio delle

emissioni, a riprova del continuo ingresso sul mercato di aziende di dimensioni più ridotte rispetto ai primi due anni di esistenza dello strumento di debito.

E' peraltro da notare che questo trend di crescita del mercato non è certamente in linea con le aspettative, magari troppo ottimistiche e poco ponderate, che hanno accompagnato l' esordio dei Minibond nell' ordinamento italiano, allorché si ipotizzava un mercato potenziale di diverse migliaia di aziende che avrebbero emesso i nuovi strumenti di debito.

Tale mercato, quindi, sta sviluppando e consolidando le sue strutture e le sue modalità di funzionamento; tuttavia presenta al momento i seguenti aspetti negativi :

- le aziende emittenti sono ancora relativamente poche rispetto al mercato potenziale e alle aspettative;
- dalle emissioni di Minibond sono di fatto quasi assenti le “piccole” imprese, per le quali, allo stato attuale, l' accesso al finanziamento non bancario appare sostanzialmente precluso;
- nonostante l' istituzione del segmento ExtraMOT PRO, ancora non si è sviluppato un adeguato mercato secondario dei Minibond, i quali rimangono pertanto titoli sostanzialmente illiquidi.

Se andiamo ad analizzare le ragioni di questo sviluppo quantitativamente e qualitativamente ancora insufficiente, al primo posto si deve senz' altro citare la limitata conoscenza che molte imprese, soprattutto medio-piccole, hanno dello strumento Minibond, delle sue caratteristiche e dei suoi vantaggi anche fiscali.

Una seconda motivazione dell' insoddisfacente crescita del mercato, soprattutto per quanto riguarda le PMI, va senza dubbio individuata nell' elevato costo, sia iniziale che cedolare, dei Minibond che li rendono, nella situazione attuale del mercato finanziario, non competitivi con le altre forme di finanziamento di tipo bancario.

Ulteriore motivazione, di tipo generale, per il limitato e insufficiente sviluppo fin qui evidenziato dai Minibond, può essere individuata anche nella prolungata crisi dell' economia italiana negli ultimi anni, che sicuramente ha posto un freno allo sviluppo di tale mercato.

Da ultimo, in merito alla sostanziale illiquidità del mercato dei Minibond e al ridotto volume di scambi che lo caratterizza, si è già evidenziato che questi strumenti devono riconoscere agli investitori una remunerazione particolarmente elevata anche perché sono titoli illiquidi.

Nonostante questi risultati per il momento non lusinghieri, la centralità della crescita e dello sviluppo delle PMI, ed in particolare il loro affrancamento dalla dipendenza dal credito bancario, sono tutt' ora all' attenzione sia delle istituzioni UE sia del Governo e delle istituzioni italiane.

In Italia l' azione sia dei Governi che degli operatori è rivolta da un lato a cercare di ampliare il numero delle società che emettono o hanno intenzione di emettere Minibond, dall' altro ad estendere la platea dei potenziali investitori e/o i capitali disponibili a sottoscrivere i nuovi titoli di debito delle PMI.

Alcune azioni intraprese, che più di altre meritano di essere ricordate, sono le seguenti:

1. Il servizio di distribuzione diretta istituito lo scorso mese di ottobre da Borsa Italiana per permettere il collocamento anche primario dei Minibond, e anche alcune piattaforme private dirette a favorire l' incontro tra aziende emittenti e potenziali sottoscrittori istituzionali come Piattaforma PMI, , la piattaforma offerta da BNP Paribas e soprattutto la piattaforma di EPIC Sim, la più antica.

2. Per agevolare l' accesso al mercato dei Minibond da parte delle imprese più piccole, sono allo studio, promosse da alcune regioni, iniziative di strutturazione di cosiddetti “Minibond di Territorio”; si tratta di un portafoglio di emissioni, di importo singolo relativamente

limitato, connesse da un legame con il territorio, con un settore o una filiera produttiva; il portafoglio andrebbe poi offerto unitariamente sul mercato magari con un' operazione di cartolarizzazione.

3. Da ultimo il Progetto ELITE, istituito nel 2012 da Borsa Italiana e nato per accompagnare sul mercato dei capitali, e quindi anche del private debt, un ristretto numero di imprese ad alto potenziale di crescita; per quanto riguarda in particolare i Minibond, ad oggi già 20 società che hanno partecipato al progetto Elite hanno emesso e quotato su ExtraMOT PRO i loro titoli di debito e naturalmente il loro numero è destinato ad aumentare con la crescita delle aziende ammesse al progetto.