

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI
“LUISS - GUIDO CARLI”



FACOLTÀ DI ECONOMIA
Corso di laurea in Economia e Direzione delle Imprese

PRIVATE DEBT: ANALISI DEL CONTESTO INTERNAZIONALE E FOCUS SULL'ITALIA

RELATORE:
CHIARISSIMO PROF. ERNESTO MONTI

LAUREANDO:
MARIANNA DI PAOLI

ANNO ACCADEMICO 2016-17

Indice

Introduzione...5

Capitolo 1...9

Panoramica del Private Debt ed analisi del contesto internazionale...9

1.1 Private Debt: una risposta a tante esigenze...10

Fondi di private debt, istituti bancari e fondi di private equity: differenze e possibili sinergie...12

1.2 Funzionamento, scopo e performance di un fondo di Private Debt...16

Intervento del fondo: analisi del settore, dei competitors e caratteristiche dell'azienda target...18

Struttura di un'operazione di Private Debt: caratteristiche tecniche...23

1.3 Il Private Debt in Europa...35

L'esperienza della Norvegia...40

L'esperienza della Francia...42

L'esperienza del Regno Unito...44

L'esperienza della Germania...45

L'esperienza della Spagna...47

Capitolo 2...51

Private Debt: focus sul mercato italiano...51

2.1 Analisi del mercato dei capitali...52

2.2 Overview del sistema legislativo...57

Anno 2012: i due Decreti Sviluppo...59

Anno 2013: Decreto Destinazione Italia e apertura del segmento ExtraMOT Pro...61

	<i>Anno 2014: Decreto Competitività ed intervento del Fondo Centrale di Garanzia...</i>	63
	<i>Anno 2016: Decreto Legge 18/2016...</i>	64
2.3	Forme di Direct Lending...	66
	<i>Obbligazioni Ordinarie...</i>	67
	<i>Aspetti civilistici e fiscali...</i>	68
	<i>Il mezzanine finance...</i>	69
	<i>Obbligazioni Convertibili...</i>	71
	<i>Finalità principali e caratteristiche tecniche dell'emissione...</i>	72
	<i>Obbligazioni cum warrant...</i>	75
2.4	Mini-Bond...	76
	<i>Aspetti civilistici e fiscali...</i>	77
	<i>Imprese emittenti, caratteristiche delle emissioni e remunerazione dei mini-bond...</i>	79
	<i>Motivazioni del collocamento e strategie di impiego del capitale raccolto...</i>	82
2.5	I Piani Individuali di Risparmio (PIR)...	83
	<i>Analisi del debutto, costi di emissione ed effetti sulle imprese quotate in Borsa: rischio "bolla"?...</i>	86
2.6	Private Debt e Private Equity: due mercati a confronto...	90
	<i>Fundraising Activity...</i>	90
	<i>Investment Activity...</i>	93

Appendice al Capitolo 2...99

Fondo Italiano di Investimento SGR...99

Capitolo 3...103

Casi studio: tecnologia blockchain e crowdfunding. L'emissione di mini-bond di I.CO.P S.p.A...103

3.1	Blockchain: caratteristiche e funzionamento...	104
	<i>Diversi modelli di blockchain: permissionless & permissioned...</i>	107
3.2	Blockchain: principali applicazioni finanziarie...	111
	<i>Sistema dei pagamenti...</i>	112

	<i>Cross-border payment...</i>	114
	<i>Smart property e smart contract...</i>	119
3.3	Tecnologia Blockchain e Crowdfunding...	122
	<i>Funzionamento e trend del mercato...</i>	123
3.4	Mini-Bond e Tecnologia Blockchain...	127
3.5	I.CO.P S.p.A: motivazioni del collocamento...	130
3.6	Gruppo I.CO.P S.p.A: analisi economico-finanziaria...	133
3.7	Caratteristiche tecniche dell'emissione...	144

Conclusioni...154

Riferimenti Bibliografici...160

Siti Web...166

Introduzione

Nel corso degli ultimi anni a causa della globalizzazione e dell'innovazione tecnologica che hanno completamente rivoluzionato i paradigmi economici, in Italia e nel mondo si sta assistendo ad un cambiamento profondo del panorama economico-finanziario.

Infatti la crisi del credito iniziata nel 2008 e messa ancora più in evidenza di recente a causa della diminuzione della redditività bancaria, unita al crescente rafforzamento della regolamentazione che ha intensificato i vincoli patrimoniali rendendo più difficile l'allocazione del credito, ed infine la presenza di un elevato ammontare di *Non Performing Loans* nei bilanci delle banche, stanno spingendo le imprese a cercare fonti di finanziamento alternative al canale bancario al fine di sostenere la crescita e lo sviluppo nel mercato.

È chiaro come il capitale esterno alle imprese rappresenti l'elemento base a sostegno della crescita aziendale: queste ultime, specialmente nel panorama italiano, affidatesi sempre in maniera pressoché esclusiva al prestito bancario, in un contesto economico del genere stanno iniziando a comprendere l'importanza di "ribilanciare" le proprie fonti di finanziamento verso un maggior ricorso al mercato, in un'ottica di diversificazione e riduzione del rischio dovuta alla forte dipendenza da un'unica fonte finanziaria.

I vari governi che si sono succeduti nel corso degli ultimi, cercando di andare in questa direzione, stanno istituendo normative in grado di permettere alla società di riorganizzare in maniera efficiente le proprie fonti di finanziamento, agevolandone così la raccolta di credito presso il mercato e conseguentemente cercando sempre di più di incrementare la disintermediazione bancaria: il ricorso a strumenti di mercato può chiaramente riguardare sia la componente dell'*equity*, che quella del debito.

L'obiettivo dell'elaborato è quello di focalizzarsi essenzialmente su quest'ultima parte, andando ad analizzare nel dettaglio lo sviluppo che i fondi di *private debt* stanno avendo nel mercato italiano ed internazionale, sottolineandone la capacità di mettere a disposizione delle imprese risorse sia interamente a titolo di debito, che strumenti finanziari

aventi forme ibride ovvero incorporanti elementi di *equity* e di debito, permettendo quindi agli investitori di ottenere, a fronte di rischi maggiori, rendimenti più alti.

In generale si dimostrerà come l'imprenditore stia incominciando a guardare ai fondi di *private debt*, alle varie forme di *direct lending* ed al *crowdfunding* (possibilità di utilizzare nuovi strumenti tecnologici al fine di raccogliere risorse sul mercato), come metodi più efficienti e veloci per poter ottenere risorse aggiuntive, in maniera più economica e rapida, in grado di sopperire alle diverse necessità di sviluppo.

Quindi l'elaborato, articolato in tre capitoli, si pone innanzitutto l'obiettivo di analizzare i fondi di *private debt* come strumenti alternativi di raccolta del credito, evidenziandone l'andamento nel corso degli anni sia un contesto più internazionale sia focalizzandosi sul mercato italiano.

Verrà data inoltre evidenza di applicazioni pratiche esaminando sia il contributo effettivo che le nuove piattaforme tecnologiche, attraverso la tecnologia *blockchain*, stanno apportando per la raccolta fondi sul mercato, sia si riporterà il caso empirico di una PMI che attraverso l'emissione obbligazionaria, è stata in grado di reperire le risorse finanziarie necessarie per la crescita e per il consolidamento della propria posizione competitiva nel *business* di riferimento.

Più nello specifico nel primo capitolo verrà osservato l'andamento del del *private debt* all'interno del contesto europeo: si analizzerà se questo strumento stia rappresentando una risposta efficiente alle varie esigenze delle imprese e se ne evidenzieranno i vantaggi e le possibili sinergie con i più tradizionali fondi di *private equity* e con gli istituti di credito bancari, vedendo come queste varie tecniche possano interagire e completarsi a vicenda.

Verrà poi riproposto il funzionamento, lo scopo e gli obiettivi di *performance* che un fondo di *private debt* intende raggiungere, sottolineandone le varie fasi di intervento una volta selezionata l'azienda *target* oggetto di investimento.

Dal momento che in Europa, come verrà spiegato dettagliatamente all'interno dell'elaborato, il *private debt* è rappresentato essenzialmente dal mondo dei *mini-bond*, se ne analizzerà lo sviluppo nelle economie più avanzate (Norvegia, Francia, Germania, Spagna e UK) e si darà evidenza di come questo strumento, unito alla tecnologia *blockchain* ed alle nuove piattaforme online di *crowdfunding* stia spingendo le imprese a guardare in maniera sempre più interessante le potenzialità ed i relativi benefici.

Il secondo capitolo della tesi si propone invece l'obiettivo di effettuare un *focus* sul mercato italiano dove il concetto *private debt* risulta essere più ampio: oltre ai sopra citati *mini-bond*, vengono incluse anche tutte le strategie di *direct lending* e da inizio di questo anno anche i più innovativi PIR (Piani Individuali di Risparmio).

Nel dettaglio inizialmente verrà analizzato il mercato dei capitali al fine di comprendere al meglio quale sia stata l'evoluzione nel tempo del peso dei debiti bancari nel passivo delle aziende, in seguito verrà effettuato un *excursus* del sistema legislativo partendo dall'emanazione del Decreto Sviluppo nel 2012 fino ad arrivare all'introduzione all'inizio del 2017 dei Piani Individuali di Risparmio, aventi l'obiettivo di canalizzare il risparmio delle famiglie verso il supporto di imprese di dimensioni minori.

Si dimostrerà come l'intervento del legislatore abbia cercato sia di semplificare la normativa riguardante l'emissione di titoli e strumenti simili, sia di offrire maggiori incentivi alle imprese, specialmente in ambito fiscale.

Verranno inoltre dettagliate tutte le forme di *direct lending*, partendo dalle più classiche obbligazioni ordinarie fino ad arrivare alle forme ibride, esaminandone gli aspetti dal punto di vista civilistico e fiscale, le finalità tecniche delle diverse emissioni e i relativi vantaggi/svantaggi.

A causa della loro forte portata innovativa, alla fine del capitolo verranno poi effettuati due paragrafi *ad hoc* per l'analisi dei *mini-bond* e dei PIR: nel primo caso verranno esaminate le caratteristiche tecniche delle imprese emittenti, delle singole emissioni e della remunerazione attesa; infine si riproporranno le principali motivazioni che spingono le imprese al loro collocamento sul mercato e le diverse strategie di impiego del capitale raccolto.

Nel secondo caso, dati i pochi "mesi di vita" dei PIR ci si soffermerà sull'importante vantaggio fiscale ottenibile grazie a questo strumento e sull'analisi dell'effetto sui mercati grazie alla loro introduzione: si darà evidenza della portata del loro debutto, si valuteranno i vantaggi e svantaggi derivanti dal loro costo di emissione e si verificheranno gli effetti sulle PMI imprese quotate. Infine dato il loro importante successo, si riporterà la preoccupazione degli analisti finanziari su un possibile effetto bolla.

Per concludere il capitolo verrà effettuato un confronto tra il mercato italiano del *private debt* e quello del *private equity*, al fine di analizzare il *trend* evolutivo ed i possibili sviluppi futuri sia con riferimento all'attività di *fundraising* che di *investing*: dato il ruolo

fondamentale che il fondo italiano di Investimento SGR ha ricoperto con riferimento all'attività oggetto di analisi, l'appendice si ripropone di riportarne gli aspetti più rilevanti.

Il terzo ed ultimo capitolo verterà su due diversi casi studio: nella prima metà si analizzerà la tecnologia *blockchain*, le sue principali applicazioni finanziarie e le sinergie con le nuove piattaforme di *crowdfunding*.

Si darà evidenza delle caratteristiche tecniche dei modelli più significativi, del ruolo preponderante che questa nuova forma tecnologica sta ricoprendo nel sistema dei pagamenti bancari, nell'attività *cross-border* e nei nuovi modelli di *smart property* e *smart contract* e del funzionamento e del *trend* in rapporto all'emissione di *mini-bond*.

Infatti a supporto della complementarità tra questo tipo di tecnologia e il *private debt*, si riporterà il caso di BNP Paribas Securities Services, banca francese che sta utilizzando la tecnologia *blockchain* al fine di aiutare le imprese di piccole e medie dimensioni a collocare i titoli obbligazionari sul mercato, attraverso le nuove piattaforme di *crowdfunding*.

Infine la seconda metà del capitolo ha la finalità di presentare una delle emissioni più rilevanti di *mini-bond* che sono state effettuate nel primo trimestre di questo anno: si analizzerà infatti il caso di un'azienda italiana che, non potendo ottenere risorse in maniera vantaggiosa attraverso il canale bancario, si è “rifugiata” per ben due volte nell'arco di uno stesso anno nel mercato, raccogliendo un ammontare considerevole di fonti, utilizzato pienamente per lo sviluppo ed il consolidamento del proprio *business*.

Capitolo 1

Panoramica del Private Debt ed analisi del contesto internazionale

La necessità delle aziende di reperire risorse finanziarie a medio-lungo termine e la conseguente possibilità per quest'ultime di finanziarsi attraverso canali alternativi al sistema bancario, ha reso la definizione di *private debt* in Italia più vasta rispetto a quella esistente nei mercati finanziari internazionali più sofisticati.

Infatti, in accordo con la descrizione data da R. Ippolito, A. Germani et al. nel libro “*Private equity e private debt per le PMI Italiane*” nei sistemi inglesi ed americani, si possono distinguere tre differenti strategie:

- *Private debt*: inteso come finanziamento da parte di fondi di credito di operazioni (principalmente di *leveraged buyout*) in cui l'azionista è un fondo di *private equity*;
- *Direct lending*: inteso come finanziamento da parte di fondi di credito di aziende, principalmente di piccole-medie dimensioni, al fine di supportarne la crescita (interna o per acquisizioni);
- *Venture debt*: inteso come finanziamento da parte di fondi di credito di aziende di dimensioni piccolissime, incluse le *start up*.

In Italia, come verrà analizzato in maniera specifica nel capitolo successivo, non vi è una distinzione tra queste diverse forme ed il *private debt* contiene tutte le situazioni sopra descritte.

La finalità di questo capitolo è quella di analizzare dettagliatamente come viene strutturata un'operazione di *private debt*, di evidenziare il funzionamento, lo scopo e le *performance* del fondo.

Prima di fare ciò verranno esplicitate le motivazioni alla base di questa nuova modalità di finanziamento, le differenze, i vantaggi e gli svantaggi sia relativamente ad un prestito bancario, sia ad un'operazione di *private equity*.

Inoltre, verrà osservato l'andamento del *private debt* in un contesto internazionale, esaminandone il *trend* con riferimento al numero di operazioni, all'ammontare raccolto ed alle diverse modalità di strutturazione.

In ultima analisi, il capitolo si pone l'obiettivo di esplicitare come il *private debt* si è evoluto negli anni nei mercati finanziari europei più sofisticati.

1.1 PRIVATE DEBT: UNA RISPOSTA A TANTE ESIGENZE

I fondi di *private debt* offrono l'opportunità alle imprese che necessitano di fondi di poter ottenere strumenti di debito flessibili e adattabili alle diverse esigenze e situazioni in cui esse si vengono a trovare in un determinato periodo di tempo.

Come verrà analizzato dettagliatamente nel secondo capitolo, al fine di semplificare la crescita e l'evoluzione delle imprese (specialmente quelle di piccole-medie dimensioni), esistono diversi strumenti finanziari che si differenziano per tipologia di struttura, costo, durata, garanzie richieste e tipologia di uscita dal finanziamento.

In linea generale, ricorrere ad un'operazione di questo tipo consente principalmente alle imprese di raggiungere diversi obiettivi, tra cui:

- la diversificazione delle proprie fonti di finanziamento attraverso una struttura più equilibrata tra capitale di debito ed *equity*: riducendo l'apporto di quest'ultimo le aziende ottengono una struttura più flessibile;
- il poter beneficiare delle conoscenze professionali (industriali e di *business*) e delle esperienze del *top management* del fondo, in grado sia di definire operazioni dettagliate e complesse, sia di strutturare una strategia che sia in linea e supportabile dalla struttura dell'impresa (*governance*, *business plan*..);
- poter condividere un progetto a medio/lungo termine con un solido, ben strutturato ed unico partner finanziario¹;
- avere la possibilità di aumentare il proprio potere contrattuale nei confronti delle banche, dei fornitori, dei clienti e di tutti i vari *stakeholders* e conseguentemente di espandersi sempre di più nella comunità finanziaria;

¹ Normalmente i fondi di *private debt* utilizzano strategie di investimento di tipo *buy & hold*, ossia strategie a lungo termine che implicano la tenuta dello strumento fino alla scadenza.

- il poter accedere a strumenti finanziari, che spesso sono prodotti strutturati e non *standard*, in grado di ottimizzare e razionalizzare la propria struttura finanziaria;
- il poter finanziare la crescita in un periodo storico caratterizzato da incertezza e volatilità.

Se si ragiona per macro-categorie, un'azienda si può rivolgere ad un fondo di *private debt* per finanziare la crescita interna, per finanziare progetti di crescita esterna, per rifinanziare un debito o se (soprattutto nel caso di PMI) vi è un cambiamento nella *governance* della società.

Nel primo caso, la crescita interna comporta investimenti di medio/lungo termine aventi come obiettivo principale quello di espandere l'attività in nuovi mercati geografici o in diversi segmenti di mercato, attraverso l'elaborazione di nuove linee di prodotti o un incremento della capacità produttiva.

Dal momento che in questi ultimi anni il sistema finanziario europeo in generale e quello italiano in particolare sono stati colpiti da una crisi di liquidità, il management aziendale ha deciso di posticipare le decisioni di investimento; poiché adesso l'attuazione di queste ultime sta diventando un elemento essenziale per la competitività e sopravvivenza nel mercato, i fondi di *private debt* stanno offrendo supporto agli imprenditori attraverso strutture di finanziamento più flessibili e “disegnate” su misura considerando le specifiche esigenze aziendali.

Le aziende inoltre possono richiedere la presenza di fondi di *private debt* anche per sostenere operazioni di M&A (*Merger and Acquisition*) ovvero di espansione esterna, attività che a causa di mancanza di *skills* tecnici, non sarebbero in grado di gestire autonomamente.

Normalmente i fondi di *private debt* nella gestione di operazioni di questo tipo possono sia affiancarsi ai fondi di *private equity* procurandogli il debito necessario per completare un'operazione a leva (*leveraged buyout*), sia possono direttamente strutturare l'operazione con l'imprenditore, fornendogli strumenti di debito come le più standard obbligazioni o i più complessi *hybrid bond*².

² Nel secondo capitolo verranno esplicitati dettagliatamente le caratteristiche dei diversi strumenti di *private debt*.

Inoltre, dal momento che la composizione finanziaria del passivo delle imprese è fortemente sbilanciata verso il debito bancario a breve termine, spesso è possibile che vi siano *mismatching* ossia che non vi siano allineamenti tra quest'ultimo ed i flussi di cassa dell'attivo o le esigenze di sviluppo.

Per questo motivo, attraverso l'intervento di un fondo di *private debt*, l'impresa può essere in grado di ribilanciare la struttura del passivo attraverso la sostituzione dello *short-term debt* con una obbligazione (o un debito in generale) a medio/lungo termine o con strumenti di debito convertibili.

In ultima analisi può accadere che uno o più soci decidono di voler uscire dall'investimento o di voler abbandonare l'attività, mettendo in una posizione difficile i rimanenti soci che, specialmente in una PMI a conduzione familiare, non riescono a trovare la finanza di cui necessitano per investire o più in generale per mandare avanti la produzione.

Il fondo di *private debt* può intervenire in un contesto del genere aiutando a liquidare/sostituire il socio uscente, proponendo soluzioni meno costose e meno invasive sotto il punto di vista della struttura proprietaria rispetto a quelle proposte da fondi di *private equity* che, apportando capitale di rischio, entrano di default nella *governance* aziendale.

Fondi di *private debt*, istituti bancari e fondi di *private equity*: differenze e possibili sinergie

Dal momento che si sta iniziando a considerare il *private debt* come forma di finanziamento alternativo al sistema bancario, è importante analizzare le differenze principali che sussistono tra questa nuova metodologia di prestito e quelle più tradizionale fornita dalle banche.

Per fare ciò è necessario evidenziare le peculiarità dei due diversi *business model*: innanzitutto la banca opera sul territorio attraverso diverse filiali e con un elevato numero di personale, mentre al contrario i fondi di *private debt* hanno un solo ufficio con poche persone all'interno.

In secondo luogo, mentre il fondo di *private debt* normalmente offre un solo prodotto con un orizzonte temporale di medio/lungo termine, la banca propone ai suoi clienti diversi

prodotti, come cassa, anticipo salvo buon fine³ e sconto fatture⁴, con scadenze sia di breve che di lungo termine.

In ultima analisi, un istituto bancario gestisce un portafoglio molto diversificato (ogni esposizione rappresenta meno dell'1% del totale) e normalmente di elevate dimensioni (miliardi di euro), al contrario il portafoglio di un fondo di *private debt* è di piccole dimensioni e molto concentrato (una controparte può valere anche il 10% del fondo).

Date le differenze sopra riportate è chiaro come la banca ed il fondo di *private debt* strutturino le fasi di un finanziamento in maniera completamente differente: si riscontrano differenze nell'analisi, nella documentazione legale richiesta, nel monitoraggio e nella gestione dei crediti problematici (o crediti in sofferenza).

Infatti, l'analisi di un fondo di *private debt* si focalizza sul *business plan* dell'azienda *target* e sulla valutazione delle proiezioni economico-finanziarie dei flussi di cassa, al contrario la banca si concentra molto più dettagliatamente sullo storico dei risultati economici e sulle valutazioni di rating effettuate dalla banca stessa o da un soggetto indipendente.

Per quanto concerne la documentazione legale richiesta, quella da parte della banca risulta essere standardizzata e sintetica mentre, a causa della maggiore laboriosità, quella a supporto di un finanziamento da parte di un fondo di *private debt* è costituita da un certo numero di documenti legali⁵, la cui complessità varia a seconda delle esigenze che devono essere soddisfatte.

Il terzo elemento che differenzia un fondo di *private debt* da una banca riguarda il monitoraggio che viene effettuato: nel primo caso il fondo visita l'azienda *target* a scadenze regolari e l'intera operazione viene sostenuta da *covenant*, ossia vincoli che il creditore deve rispettare; nell'altro caso la banca, effettuando un monitoraggio più frequente al fine

³ Anticipo salvo buon fine (s.b.f): forma di finanziamento che viene concessa alle aziende al fine di contrastare il ritardo nei pagamenti dei clienti; si tratta quindi di un'operazione che nasce per sopperire al fatto che un'azienda non incassa immediatamente (per pronta cassa) i corrispettivi delle vendite. L'anticipo permette alle società di ottenere la liquidità di cui necessitano in un determinato momento e può essere richiesto alla banca tramite le ricevute, comprovanti i futuri incassi. Fonte: "Cosa sono i finanziamenti. Tutto sul finanziamento personale e sul finanziamento aziendale" di Giovanni Fracasso.

⁴ Termine con il quale vengono denominate le diverse operazioni su fatture tramite cui le banche concedono crediti ai propri clienti.

⁵ I più importanti documenti che costituiscono un'operazione di *private debt* sono: il mandato (il creditore riceve il mandato dal debitore per organizzare la transazione), il *term sheet* (è in allegato al mandato ed include le principali caratteristiche dell'operazione), il contratto di finanziamento (include la definizione della data, dei *covenant*, degli eventi di *default*, etc.), la *fee letter* (contiene il valore delle commissioni e la loro modalità di pagamento), l'*hedging letter* (definisce le politiche di *hedging* sui tassi/valute attraverso l'utilizzo dei derivati), l'*intercreditor agreement* (viene stipulato tra i vari soggetti finanziatori al fine di definire le diverse garanzie) e vari documenti aggiuntivi sulle garanzie (il creditore si tutela dal rischio di insolvenza ponendo garanzie su alcuni determinati *asset*).

di verificare il corretto utilizzo della linea di credito da parte del cliente, riesce a ridurre il rischio di *default*.

L'ultimo elemento di analisi è la gestione dei *non performing loans*, ossia dei crediti problematici: la banca, per limitare le perdite su crediti e cedere NPL, ha la possibilità di usufruire di diverse funzioni in grado di monitorare l'evoluzione dello *status* dei prestiti (*in bonis*, problematici, in sofferenza, etc..) che eroga durante l'esercizio della sua attività. Al contrario il fondo di *private debt*, non avendo la possibilità di aspettare un eventuale recupero dello *status* creditizio, tende a fronteggiare la sotto *performance* del credito o attraverso una gestione dinamica dei *covenant* finanziari o grazie ad una cessione dei crediti in sofferenza a parti terze o attraverso una trasformazione del proprio debito in *equity*. Per concludere, a supporto dell'importanza di questo strumento è interessante riportare la risposta di Stefano Romiti alla domanda che gli è stata posta sul perché un'azienda, in un contesto come quello attuale in cui il costo del denaro è ai minimi storici, dovrebbe avere convenienza a rivolgersi ad un fondo di *private debt* piuttosto che ad una banca.

Il presidente della commissione *Private Debt* AIFI ha risposto nel seguente modo “*Il costo delle operazioni è certamente calato rispetto alle prime che sono state fatte: i prestiti obbligazionari (durata media 7-8 anni) inizialmente costavano intorno al 6% (con punte dell'8% per le società con un rating più rischioso) oggi intorno al 5%.*

Certo, le aziende possono trovare oggi denaro in banca a 1 o 2 punti in meno. Ma prima di tutto le banche finanziano quasi esclusivamente il circolante (in particolare a quel prezzo) e non gli investimenti di medio periodo. Inoltre i finanziamenti e fidi bancari sono a revoca unilaterale.

Se le condizioni di mercato peggiorano le banche possono chiedere loro di restituire tutto entro la mattina dopo. E quante aziende sono saltate fra 2008 e 2009 per non averlo saputo prima?

Gli operatori di Private Debt sono partner stabili, offrono finanziamenti per l'investimento a medio e lo fanno sulla base dell'analisi minuziosa dei progetti di sviluppo che le aziende presentano, non sulla base delle garanzie, spesso onerose, che le aziende devono poter presentare alle banche”.

Per completezza di esposizione, è importante sottolineare il fatto che una società può comunque coinvolgere un fondo di *private debt* anche se ha già un debito bancario.

Infatti i *bond* e gli altri strumenti di finanziamento a medio/lungo termine che normalmente vengono utilizzati dai fondi di *private debt*, possono essere considerati come strumenti alternativi e complementari ai più classici finanziamenti bancari, al fine di diversificare le fonti di finanziamento e di razionalizzare la struttura del capitale.

Vi è anche la possibilità di richiedere l'intervento del fondo di *private debt* per un'operazione di rifinanziamento del debito bancario: ogni qual volta la società ha la necessità di allungare le scadenze del prestito, sostituisce il debito esistente con uno strumento di *private debt*.

Date queste nette differenze esistenti tra un finanziamento concesso da un istituto bancario e quello concesso da un fondo di *private debt*, è possibile riassumere quelli che sono i principali vantaggi e svantaggi di avere un fondo di *private debt* come soggetto finanziatore.

Il principale vantaggio che può essere evidenziato è sicuramente, come si è espresso in precedenza, di consentire finanziamenti personalizzati a quelle che sono le necessità ed i bisogni dell'azienda in un periodo temporale di medio/lungo termine.

In secondo luogo, un fondo di *private debt* permette all'impresa di aver accesso ad un *network* di contatti e di esperienze che rende più semplice il conseguimento degli obiettivi di crescita nazionali ed internazionali prefissati nel piano industriale.

Infine, offre un supporto per quanto concerne operazioni di finanza straordinaria come un fondo di *private equity* ma, a differenza di quest'ultimo, è meno invasivo dal momento che non comporta un intervento nelle decisioni di *governance*.

Al contrario, i due principali svantaggi che possono essere evidenziati si ricollegano alla presenza di maggiori vincoli (*covenant*) che il debitore deve rispettare durante tutta la durata del finanziamento ed alla maggior influenza rispetto alla banca qualora nell'azienda si dovessero verificare situazioni di difficoltà finanziarie.

Come è noto per i fondi di *private equity*, anche i fondi di *private debt* hanno un approccio più proattivo (detto *hands on*) rispetto all'atteggiamento tradizionale delle banche.

Per questo motivo, è possibile domandarsi se esistono potenziali sinergie tra i fondi di *private equity* e quelli di *private debt* oppure se i due sono in concorrenza tra di loro, limitandosi reciprocamente lo sviluppo.

In realtà i due fondi potrebbero definirsi in un certo senso complementari tra di loro dal momento che la natura degli strumenti nei quali si focalizzano è completamente diversa:

quelli di *private debt* investono in prodotti che rappresentano capitale di debito della società, al contrario quelli di *private equity* in capitale proprio.

Proprio per questa ragione è facilmente intuibile dedurre come i fondi di *private equity* diventano poi effettivamente azionisti della società, mentre i fondi di debito non influiscono sugli *shareholders* esistenti e sulle modalità di *governance* dell'azienda in generale, se non in casi eccezionali⁶.

Di conseguenza, al momento dell'*exit* del fondo di *private debt* dall'investimento non si registrerà nessun impatto sulla composizione dell'azionariato della società.

Un'altra considerazione che un'azienda dovrebbe fare è quella di chiedersi se può coinvolgere anche un fondo di *private debt* nell'azionariato, avendone già uno di *private equity* al suo interno.

Anche in questo caso si supporta l'ipotesi di complementarità che può sussistere tra i due fondi infatti, l'investimento in capitale di rischio in un'impresa da parte di un fondo di *private equity* non esclude la possibilità per la società analizzata di coinvolgerne anche uno di *private debt* al fine di far fronte alle diverse necessità di finanziamento.

1.2 FUNZIONAMENTO, SCOPO E PERFORMANCE DI UN FONDO DI PRIVATE DEBT

Una volta analizzate le possibili differenze e complementarità che i fondi di *private debt* hanno con gli istituti bancari e con i più tradizionali fondi di *private equity*, di seguito si analizza come avviene il funzionamento del fondo, le varie fasi di intervento e quali sono i suoi principali scopi ed obiettivi di *performance*.

Il *private debt* sta emergendo come un'innovativa ed importante forma di finanziamento soprattutto per le PMI in rapida crescita, la cui struttura del capitale e la possibilità di competere nel mercato internazionale è stata limitata dallo stringente contesto regolamentare definito dalle regole di Basilea III⁷, dalle innovazioni che si introdurranno con Basilea

⁶ Normalmente i fondi di *private debt* non richiedono un posto in C.d.A e di conseguenza non si prevede l'ingresso dei propri rappresentanti negli organi di gestione e controllo della società. Tuttavia, in alcuni casi si potrebbe richiedere la presenza di uno o più osservatori negli organi di *governance* aziendali.

⁷ Basilea III è un insieme di riforme definite al fine di rafforzare la supervisione, la regolamentazione e la gestione dei rischi nel settore bancario e finanziario. Le finalità principali che si cerca di raggiungere sono:

- il miglioramento della capacità del settore bancario di contrastare gli *shock* negativi che si verificano in situazioni di stress economico; definizione di soglie minime di capitale;
- il miglioramento della trasparenza delle informazioni prodotte;
- il miglioramento complessivo della gestione dei rischi.

Fonte: Borsa Italiana

4⁸ e dalla sempre maggiore globalizzazione dei mercati.

Come è chiaro esso si sviluppa come una forma di finanziamento alternativo al canale bancario, con risorse fornite principalmente da *institutional investors* come compagnie di assicurazione e fondi pensione.

Un fondo di *private debt* ha una vita predefinita, corrispondente alla durata dello strumento di debito sottoscritto e conseguentemente non è *standard* ma può variare a seconda dello strumento proposto e della strategia di investimento del fondo.

Normalmente essi investono in maniera coerente al piano industriale dell'azienda *target*, in base ad un orizzonte temporale di medio/lungo termine ed in un'ottica di diversificazione e riduzione del rischio.

Durante il suo ciclo di vita si possono distinguere principalmente due fasi: l'*investment period*, durante il quale si analizza l'ambiente competitivo e si identifica un'azienda *target* a cui procurare risorse finanziarie ed il *disinvestment period*, momento in cui si osservano gli investimenti, la crescita e lo sviluppo dell'impresa in oggetto e si ottiene il rimborso finale del capitale e degli interessi.

In generale la normale conclusione del rapporto tra un fondo di *private debt* ed una società è regolata dai diversi contratti di finanziamento prestabiliti: se si considerano le obbligazioni societarie, l'*exit* del fondo coincide esattamente con il termine della durata dello strumento finanziario in oggetto ed il successivo rimborso da parte della società della somma stabilita.

Però, avendo i fondi di *private debt* la possibilità di erogare/sottoscrivere strumenti di natura ibrida, ovvero titoli aventi una parte legata all'*equity*, le modalità di conclusione possono essere diverse e variare di caso in caso.

È inoltre possibile che i vari contratti di finanziamento, attraverso l'inserimento di clausole specifiche, prevedano l'interruzione anticipata del rapporto tra il fondo e la società. Le clausole di questo tipo sono prevalentemente quelle *put* e *call*⁹, attraverso le quali si prevede il diritto, rispettivamente in capo al fondo o in capo alla società, di chiudere il rapporto e di richiedere il rimborso anticipato.

⁸ Basilea 4: nuovo set di regole che affineranno l'attuale regolamentazione di Basilea 3. In questo contesto, il tema focale su cui ci si sta concentrando nell'ultimo periodo riguarda la revisione dei modelli di rischio attraverso cui le banche valutano la rischiosità dei propri crediti ed accantonano di conseguenza un ammontare di capitale. L'idea principale sarebbe quella di proporre l'inserimento di un *output floor*, ovvero di un limite al beneficio che i modelli interni possono generare rispetto a quelli *standard*. Fonte: www.ilsole24ore.com

⁹ Le clausole di rimborso anticipato verranno analizzate nel paragrafo successivo, dove si descriveranno le caratteristiche tecniche dell'operazione.

I fondi di *private debt*, come quelli di *private equity*, vengono generalmente gestiti da società di gestione del risparmio, dette *management companies*, che godono di un'autonomia patrimoniale perfetta e vengono remunerate attraverso la *management fee*¹⁰ ed il *carried interest*¹¹.

L'obiettivo principale di un fondo di *private debt* è quello di ottenere un ritorno atteso, rimborso del capitale a scadenza più pagamento degli interessi, che può variare a seconda dello strumento finanziario utilizzato e che inevitabilmente è minore di quello ottenibile da un fondo di *private equity* dal momento che non fornisce capitale di rischio ma solamente capitale di debito.

Dal momento che il rendimento ottenibile dallo strumento è funzione del rischio assunto è chiaro come il debito mezzanino e le obbligazioni convertibili, aventi una componente di *equity*, avranno un ritorno maggiore, rispettivamente definito in un *range* del 12%-20% e dell'8%-20%, rispetto a quello atteso da strumenti come i *mini-bond* (4%-5%) ed i debiti garantiti (2%-5%).

Prima di passare alla descrizione dettagliata delle caratteristiche tecniche proprie della strutturazione di un'operazione di *private debt*, è necessario spiegare come avviene l'intervento del fondo ed analizzare quali variabili esso prende in considerazione per valutare l'idoneità dell'azienda oggetto di investimento.

Intervento del fondo: analisi del settore, dei *competitors* e caratteristiche dell'azienda *target*

La decisione di un fondo di *private debt* di intervenire o meno in un'operazione di finanziamento è funzione della valutazione del merito creditizio o della redditività di un'azienda.

La valutazione da parte di un fondo di *private debt* avviene in tre diverse fasi:

- *First evaluation*: analisi preliminare del settore avente la finalità di verificare se l'operazione è in linea con i criteri di investimento del fondo e se essa possa rappresentare un'occasione di investimento profittevole;

¹⁰ *Management fee*: commissione annuale corrisposta dai *Limited Partners* del Fondo al manager del fondo per l'attività di direzione ed organizzazione; viene stabilita in funzione della dimensione del fondo e generalmente oscilla tra l'1,5% ed il 2%.

¹¹ *Carried interest*: commissione di *performance* ottenuta in funzione delle plusvalenze generate dal fondo; normalmente viene definito applicando una percentuale del 20% sulla quota di rendimento che supera l'*hurdle rate* (tasso minimo di rendimento finanziario richiesto per poter effettuare un investimento).

- *Second evaluation*: raccolta di informazioni riguardanti i vari aspetti di natura contabile e di *business* al fine di definire i termini tecnici di un possibile successivo finanziamento;
- *Due diligence*: analisi effettuata precedentemente all'approvazione della linea di credito, normalmente attraverso il supporto di consulenti esterni, finalizzata a valutare dettagliatamente tutti gli aspetti contabili, fiscali, commerciali, ambientali e legali dell'azienda.

Al fine di rendere il più possibile efficiente ed efficace la *partnership* finanziaria tra il fondo di *private debt* e l'imprenditore, è necessario che vi sia una definizione chiara e corretta di quelli che sono gli obiettivi del fondo che, normalmente, sono coerenti con quelli di crescita e sviluppo definiti nel *business plan*.

Come si è detto precedentemente, il punto di partenza per poter effettuare una valutazione creditizia ed economica è rappresentato dall'analisi dei rischi del settore in cui l'azienda opera.

Il rischio di settore può essere definito come il rischio di riduzione della *market share*, dei ricavi o della marginalità dell'impresa a seguito di cambiamenti nel ciclo economico, nei gusti dei consumatori, dell'evoluzione tecnologica, dell'incremento della concorrenza o della riduzione di barriere che limitano l'accesso al mercato di determinati *competitors*. Un fondo di *private debt* per stimare in modo appropriato un settore, deve valutarne la dimensione, la crescita attuale e potenziale, i diversi fattori che potrebbero impattare in maniera negativa ed analizzare congiuntamente i punti di forza dell'azienda oggetto di investimento al fine di valutarne la posizione competitiva all'interno del mercato.

In maniera più dettagliata, le variabili fondamentali che devono essere considerate nell'analisi settoriale sono:

- Definizione del mercato: importante al fine di stabilire l'area di operatività dell'azienda in questione; per esempio, si identificano i fattori che potrebbero contribuire ad un aumento della redditività del settore, la struttura dei costi e la gamma di prodotti offerti;
- Attrattività: la redditività delle imprese in un determinato settore e quindi la possibilità o meno di aumentare la *market share*, è funzione del suo livello di sviluppo e competi-

vità; generalmente il modello di riferimento utilizzato per capire le dinamiche che caratterizzano la competizione in un settore è quello delle cinque forze di Porter¹².

- Struttura: si delineano le componenti (fornitori, società, clienti) che costituiscono il settore al fine di comprenderne il vantaggio competitivo;

- Dimensione: valutazione dei *profit pool*, ossia dei ricavi complessivi conseguiti nel settore di riferimento; la dimensione del mercato è un altro elemento essenziale per l'esplorazione del potenziale di mercato e di crescita dell'azienda target;

- Crescita: un fondo di *private debt* è più propenso ad effettuare investimenti in un settore in sviluppo, ovvero con un alto potenziale di crescita (>5%) delle vendite in nuovi mercati; non si focalizzano su settori "maturi", dal momento che questi ultimi sono arrivati ad un livello di saturazione tale per cui, a differenza di altri, il massimo potenziale di vendita è stato raggiunto e le prospettive di crescita oscillano in un *range* tra -5% ed il 5%.

- Utilizzo degli impianti ed intensità di capitale: è noto come la leva operativa e l'utilizzo degli impianti rappresentano i principali fattori di rischio dell'impresa; infatti le aziende che operano in settori ad alta intensità di capitale, dal momento che investono con una prospettiva di lungo periodo, tendono generalmente a presentare profili di rischio più elevati; inoltre è importante analizzare l'utilizzo della capacità produttiva di un impianto dal momento che essa rappresenta una *proxy* delle condizioni dell'azienda e della sua capacità di decidere ed influenzare i prezzi;

- Ciclicità e stagionalità: i cambiamenti economici, dovuti alla volatilità sia della domanda che dell'offerta, non impattano allo stesso modo tutti i settori economici.

Questi ultimi possono essere classificati in anticipatori (es. settore immobiliare ed *automotive*), insensibili (es. settore sanitario ed alimentari) e ritardatari del ciclo economico (es. settore delle telecomunicazioni e tecnologico) in funzione della loro ciclicità e del loro comportamento.

- Normativa: è intuibile come un fondo di *private debt*, nella decisione di intraprendere o meno un investimento, deve tenere in considerazione la normativa di riferimento, dal momento che essa impatta in maniera significativa sul merito creditizio di un'azienda o suoi

¹² Modello sviluppato dall'omonimo Professore dell'università di Harvard, secondo cui il vantaggio competitivo di un settore si basa dall'interazione di cinque forze principali, di cui tre fonti di concorrenza orizzontale (potenziali entranti, concorrenti diretti e prodotti sostitutivi) e due fonti di concorrenza verticali (fornitori ed acquirenti). Fonte: L'analisi strategica di mercato secondo Porter.

risultati economici.

Una volta analizzato il settore di riferimento in tutte le sue componenti, il fondo di *private debt* passa alla valutazione dell'azienda *target*, cercando di capire se essa possiede o meno tutte le caratteristiche necessarie per poter procedere con l'investimento.

La prima valutazione che viene fatta, normalmente attraverso l'analisi SWOT¹³, è la stima del posizionamento competitivo. La misura quantitativa di quest'ultimo, deriva dal confronto tra i costi unitari che sostiene l'azienda *target* ed il posizionamento in termini di prezzo relativamente ai *competitors*.

Il risultato che deriva dalla *SWOT Analysis* serve al fondo per capire se l'azienda *target* è in grado sia di produrre un *cash flow* sostenibile nel tempo, sia di rimborsare il prestito ricevuto.

Una volta identificata la posizione dell'azienda all'interno del mercato, un fondo di *private debt* procede ad effettuare un'analisi di redditività al fine di confrontare i *competitors* presenti nel settore.

Per fare ciò, dal momento che i dati contabilizzati in bilancio sono soggetti a criteri di soggettività che variano da azienda a azienda, il fondo di *private debt* deve prendere in considerazione i risultati economici di un certo numero di anni e paragonarli a quelli ottenuti dai concorrenti che operano nel settore di riferimento.

Normalmente, gli indicatori più utilizzati sono quelli di profittabilità¹⁴, di rotazione¹⁵ e di redditività¹⁶.

¹³ Analisi SWOT: strumento di pianificazione strategica usato per la valutazione dei punti di forza (*strengths*), di debolezza (*weaknesses*), le opportunità (*opportunities*) e le minacce (*threats*) di un'impresa.

¹⁴ Gli indicatori di profittabilità più significativi sono:

- Margine di contribuzione, calcolato come differenza tra il fatturato ed i costi variabili: dà un'indicazione della capacità dell'azienda di generare un margine a copertura di costi fissi. Nelle aziende multi-prodotto consente di individuare i servizi/prodotti più redditizi (con il margine maggiore) al fine di effettuare le combinazioni di volume e prezzo più convenienti.

- EBITDA *margin* ed EBIT *margin*, calcolati rispettivamente come rapporto tra EBITDA ed il fatturato e l'EBIT ed il fatturato. Entrambi gli indicatori danno un'indicazione della capacità dell'azienda di generare flussi di cassa dalla sua attività corrente; l'EBIT *margin* però prende in considerazione i flussi di cassa della gestione corrente al netto degli investimenti effettuati per sostituire la capacità produttiva.

- Costo del venduto, pari al rapporto tra il costo del venduto (*Cost of goods sold*, COGS) ed il fatturato.

¹⁵ Gli indici di rotazione sono fondamentali dal momento che esprimono il numero di volte in cui, in un determinato periodo di tempo, i materiali "ruotano" in magazzino; i più comuni sono:

- *turnover* dei crediti commerciali (*Account Receivables Turnover*, ARTO), calcolato come il rapporto tra *Net credit sales* e l'*average accounts receivables*; misura l'abilità dell'azienda di incassare i suoi crediti nel corso di un anno.
- *turnover* dei debiti commerciali (*Account Payables Turnover*, APTO), calcolato come il rapporto tra *Total Supplier Purchases* e l'*average account payables*; misura l'abilità dell'azienda di saldare i propri debiti nel corso di un anno.
- *Inventory Turnover* o *turnover* delle scorte, indica il numero di volte in cui le scorte presenti in magazzino vengono vendute e sostituite in un determinato periodo di tempo

¹⁶ Gli indicatori di redditività, come il ROI ed il ROE, sono quelli più noti ed esprimono:

- ROI (*Return on Investment*), calcolato come il rapporto tra il risultato operativo ed il capitale investito netto operativo; dà una misura della redditività della gestione caratteristica dell'azienda a prescindere dalle fonti di finanziamento utilizzate

Completata l'analisi di *benchmark* (valutazione del settore, del posizionamento competitivo e dei *competitors*) il fondo di *private debt*, al fine di determinare il merito creditizio dell'azienda, deve comprendere appieno le politiche gestionali e le strategie di *governance* definite dal *top management*.

Generalmente nell'analizzare gli azionisti, i finanziatori cercano di capire principalmente le loro competenze industriali, la loro motivazione finanziaria ed il loro *commitment* al progetto.

Inoltre, poiché i rischi finanziari e operativi dell'impresa sono influenzati dalle strategie utilizzate, dalle politiche di gestione e dalle *performance* dei *manager*, al fine di avere un quadro più completo della situazione, i fondi di *private debt* analizzano nel dettaglio ulteriori componenti come la chiarezza e la fattibilità della strategia utilizzata, la struttura del consiglio di amministrazione (in termini di presenza di un comitato di vigilanza, di remunerazione, di membri non esecutivi e indipendenti..), gli *skills* manageriali ed i meccanismi di *Management Information System* utilizzati.

Per riassumere, questa valutazione cerca di capire la credibilità della strategia utilizzata, del *management* aziendale, delle loro esperienze passate e della loro propensione ad assumere i rischi in maniera consapevole: elementi fondamentali che influenzano la decisione di un fondo di *private debt* a procedere o meno con il finanziamento.

Dopo aver sviluppato la comprensione del settore, dell'azienda e dei piani manageriali, l'ultima fase di intervento di un fondo su un'azienda *target* è l'analisi più strettamente finanziaria delle *performance*.

Generalmente questa valutazione si focalizza sull'analisi di tre pilastri:

1. La revisione della qualità dell'assetto contabile;
2. La definizione di un *business plan* che, al fine di valutare l'impatto finanziario della variazione di alcuni fattori chiave, prende in considerazione tre differenti scenari economici: *management case* (caso standard), *banking case* (si ipotizzano condizioni economiche avverse) e *default case* (ipotizzando il caso di mancato pagamento della società);

- ROE (*Return on Equity*), calcolato come il rapporto tra l'utile netto ed il patrimonio netto; indica la capacità dell'azienda di generare profitti dal patrimonio netto investito

3. L'analisi sia del *trend* storico che di quello prospettico dei risultati economici della società.

A conclusione delle varie fasi di analisi, il fondo di *private debt* attribuisce all'impresa un profilo di rischio creditizio che è funzione sia delle caratteristiche proprie del *business* aziendale, sia delle caratteristiche finanziarie che di liquidità.

I due esempi estremi possono essere rappresentati da un profilo di rischio creditizio molto basso e molto alto.

Nel primo caso l'azienda è considerata *leader* indiscusso operante in settori stabili caratterizzati da livelli di domanda elevati e prevedibili a priori, di conseguenza avrà delle fonti di *cash flow* stabili ed altamente diversificate. Per quanto concerne le caratteristiche del rischio finanziario, tale azienda sarà caratterizzata da un basso livello di *leverage* con una distribuzione stabile di dividendi. Inoltre, avrà delle linee bancarie a breve termine non utilizzate ed un libero accesso sia ai mercati di debito che a quelli azionari.

All'opposto, un'azienda a cui è stato assegnato un profilo di rischio creditizio molto alto, sarà caratterizzata da elevati problemi operativi come impianti obsoleti e modelli di *business* non innovativi; di conseguenza avrà livelli molto elevati di indebitamento ed un rapporto tra capacità di rimborso ed indebitamento molto basso. Sotto il profilo della liquidità, dal momento che non è in grado di ottenere fonti di finanziamento a breve termine, ha la necessità di reperire debiti finanziari a lungo termine.

Si nota chiaramente come vi sia una correlazione negativa tra il livello di rischio di *business* di un'impresa e quello finanziario: le aziende aventi flussi di cassa stabili nel tempo e di conseguenza caratterizzate da un rischio di impresa molto basso, possono permettersi un livello di rischio finanziario e di indebitamento maggiore rispetto ad aziende con livelli di rischio di *business* più elevati.

Struttura di un'operazione di Private Debt: caratteristiche tecniche

Nella strutturazione di un'operazione di prestito, l'obiettivo principale è quello di realizzare un *trade-off* tra le esigenze del creditore e quelle del debitore.

Infatti come si è detto, se da una parte vi è la necessità di garantire al creditore protezione

per i rischi assunti, dall'altra vi è l'esigenza di assicurare sufficiente flessibilità ed autonomia al debitore al fine di permettergli il rimborso del prestito ed il raggiungimento degli obiettivi di *business* prefissati.

Al fine di trovare una soluzione ottimale in grado di soddisfare i bisogni di tutti gli attori coinvolti, la costruzione di una operazione di *private debt*, richiede un'analisi sia quantitativa che qualitativa.

In linea generale, dal punto di vista quantitativo la realizzazione di un modello finanziario che permetta di delineare il profilo di finanziamento del debitore, consiste nell'esplicitazione di diversi fattori chiave, tra cui le caratteristiche di finanziamento, la previsione massima del debito sopportabile dall'azienda target, il rapporto di copertura dei flussi di cassa e i vincoli finanziari.

In *primis*, nel definire le caratteristiche del finanziamento si parte con la scelta del modello finanziario di riferimento – *base case* o *bank case* – con l'aggiunta di diverse variabili: ammontare, profilo di rischio del debitore, durata, tasso di interesse e *drawdown*¹⁷.

In secondo luogo, con il termine *debt capacity* si cerca di individuare la capacità massima di indebitamento dell'azienda al fine di poter calcolare un profilo di rischio accettabile di rifinanziamento; normalmente, gli indicatori che vengono utilizzati come *benchmark* per calcolare questa variabile sono il *gearing ratio*¹⁸, il *leverage ratio*¹⁹ e l'*Interest Cover Ratio* (ICR)²⁰.

In terzo luogo, i *cash flow debt service coverage* sono indicatori di solvibilità e solidità aziendale (come per esempio il *Debt Service Cover Ratio*, DSCR²¹) che devono essere costantemente monitorati in quanto rappresentano la capacità del debitore di rimborsare il debito utilizzando solamente la cassa generata internamente.

Data la loro importanza, qualora non dovessero rientrare nei *range* stabiliti in precedenza, vi sarà la necessità di modificare il profilo del debito concordato.

¹⁷ Il *drawdown* è un termine che indica se l'erogazione del prestito viene prevista in un'unica soluzione o in più rate.

¹⁸ *Gearing ratio*: indice utilizzato per misurare il grado di solvibilità di un'azienda e calcolato come rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta (PFN) ed il Patrimonio Netto (PN).

¹⁹ *Leverage ratio*: indice utilizzato per misurare il grado di solvibilità di un'azienda e calcolato come rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta (PFN) ed il Margine Operativo Lordo (o EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

²⁰ *Interest Cover Ratio*: indice che misura quante volte l'EBITDA è in grado di coprire il pagamento degli interessi ed è calcolato come rapporto tra l'EBITDA e gli interessi passivi.

²¹ *Debt Service Cover Ratio*: indicatore in grado di misurare il flusso di cassa disponibile per ripagare il capitale e gli interessi; viene calcolato come il rapporto tra il *cash flow* disponibile per il rimborso del debito ed il servizio del debito.

Infine, devono essere fissati dei vincoli finanziari (*covenants*) che il debitore deve rispettare al fine di poter garantire al debitore una protezione da comportamenti indesiderati o troppo rischiosi. Per questo motivo, i *covenant* finanziari fissati sulla base del *bank case*, fungono da indicatori di allarme per il creditore, il quale dovrà immediatamente porre in essere azioni correttive.

Di seguito si analizzeranno più dettagliatamente queste ed altre variabili principali che un fondo deve tenere in considerazione nello strutturare un'operazione di *private debt*, al fine di definire una linea di credito che sia coerente sia con i propri obiettivi di investimento, sia con le finalità strategiche di crescita definite nel *business plan* aziendale:

- 1) Importo: la definizione dell'importo, stabilito considerando congiuntamente le necessità future del debitore, la sua *debt capacity* e la massima disponibilità del creditore, è il punto di partenza di qualsiasi strutturazione di finanziamento. La capacità massima di indebitamento è rappresentata dall'importo più elevato di prestito che l'azienda *target* è in grado di sopportare senza inficiare le condizioni di rimborso finale. Essa può essere stabilita attraverso una duplice metodologia: *cash flow borrowing case* e l'*asset sale borrowing case*.

Nel primo caso la definizione della *debt capacity* del debitore, calcolata in funzione del suo *cash flow*, è rappresentata dall'abilità dell'azienda di ripagare, in un prefissato periodo di tempo, il debito assunto utilizzando solamente i flussi di cassa.

Questi ultimi possono derivare da diverse fonti: possono essere rappresentati dalle liquidità in esubero delle operazioni *core* dell'azienda, dalla richiesta di nuovi finanziamenti (ottenuti sia tramite debito che tramite *equity*), dai proventi derivanti dalla cessione di *asset* aziendali o dai semplici *cash flow*.

È chiaro come i flussi di cassa rappresentano la modalità prediletta e la fonte principale di rimborso del prestito ma spesso il creditore richiede al debitore garanzie ulteriori, solitamente rappresentate dagli *asset* aziendali, da porre a servizio del debito.

In questa situazione da una parte si richiede che sia il capitale iniziale sia gli interessi maturati debbano essere pagati alle scadenze stabilite, dall'altra che i *covenant* prefissati debbano essere rispettati.

Se consideriamo la seconda metodologia di analisi, secondo cui il prestito si basa sull'*asset sale borrowing base*, la *debt capacity* viene rappresentata dall'ammontare massimo di debito che un soggetto è disposto a prestare, considerando il valore netto di realizzo di un portafoglio di *asset*. Gli step tipici che vengono seguiti al fine di definire la *borrowing base* iniziano con la definizione delle attività idonee²², continuano con la determinazione dei margini di finanziabilità²³ ed il calcolo della base di prestito ad ogni *drawdown* e si concludono con il monitoraggio del *borrowing base coverage*.

In questo caso dal momento che la fonte principale del rimborso è rappresentato dalla cessione degli *asset*, è chiaro come il rischio principale che deve sopportare il creditore sia costituito dal deterioramento della qualità, del valore e della liquidità dei beni.

In aggiunta, poiché le caratteristiche fondamentali degli *asset* sono la facilità di commerciabilità, di standardizzazione e di valutazione, i *covenant* vengono delineanti in modo tale da proteggere il valore e le proprietà dei beni considerati. È inoltre di facile intuizione dedurre che, in periodi di recessione economica, il principale svantaggio di questo metodo consiste nella riduzione del valore degli *asset* al di sotto delle previsioni.

- 2) Durata: il secondo elemento fondamentale che viene definito all'inizio di una operazione di finanziamento è la durata del prestito. Quest'ultima viene delineata considerando un *trade off* tra la richiesta del debitore ed il suo attuale profilo di debito, la propensione del soggetto finanziatore ed i flussi di cassa.

L'analisi del *cash flow* e della capacità di indebitamento dell'azienda fornisce una *proxy* importante della percentuale di finanziamento a lungo termine che dovrebbe essere rappresentata dal debito e della percentuale che invece dovrebbe essere coperta dall'*equity*.

In linea teorica, un'azienda dovrebbe essere in grado di finanziare i suoi fabbisog-

²² Si dividono le attività "*eligible*" da quelle prive dei requisiti di "*eligibility*", come i crediti commerciali *intercompany*, i crediti aventi più di 90 giorni di ritardo ed i crediti spettanti ad un altro creditore. Per quanto riguarda il magazzino, si escludono le merci deperibili, scadute e nuovamente quelle assegnate ad un altro creditore. Infine, nelle immobilizzazioni vengono escluse quelle obsolete, in costruzione e quelle già spettanti ad un altro soggetto.

²³ Nella loro determinazione è necessario tenere in considerazione la presenza di un *secondary market*, la qualità e diversità ed il costo di liquidazione. Vengono stabiliti nel modo seguente: tra il 60% ed il 70% dei crediti ammissibili, il 50% del magazzino e l'85% dei terreni.

gni a lungo termine utilizzando fonti a lungo termine e viceversa, coprire necessità di *business* di breve termine con fonti di finanziamento di durata simile.

Questo principio deriva dall'assunzione che i finanziamenti a breve termine non sono sufficientemente sicuri per coprire le necessità permanenti delle imprese;

- 3) Piano di rimborso: viene definito come un programma di estinzione del debito o di abbassamento del capitale di credito.

Vi sono diverse modalità di *repayment*: le più comuni, *bullet* ed *amortizing*, prevedono rispettivamente il rimborso a scadenza in un'unica soluzione e la definizione di un piano di ammortamento, stabilito cercando di creare un *matching* tra i flussi di cassa dell'azienda e le scadenze del prestito del debitore. Al fine di rendere lo strumento più flessibile, esistono diverse variazioni che permettono al debitore un rimborso agevolato del prestito.

Per esempio, la tecnica del *grace period* prevede che il debitore inizi a rimborsare il prestito solamente dopo un periodo di tempo prefissato: le parti, secondo questo accordo, adempiono alle proprie obbligazioni in momenti differenti.

Infatti, in accordo con Borsa Italiana, viene definito *grace period* il periodo di tempo che intercorre tra la data iniziale di una operazione e la data a partire dalla quale iniziano a decorrere gli interessi oppure ha inizio il rimborso.

La seconda variazione più comune, tramite la quale vi è un'accelerazione del profilo del rimborso del debito, viene definita tecnica del *cash sweep*.²⁴

Attraverso questa metodologia, tutti i fondi disponibili prima del pagamento di alcune spese, devono essere utilizzate per diminuire il capitale residuo.

- 4) Valuta: al fine di aumentare la gamma delle possibili fonti di finanziamento o per ottenere un vantaggio economico derivante dai diversi tassi di interesse, il creditore spesso decide di raccogliere risorse finanziarie in diverse valute. Queste ultime possono essere funzione di diverse variabili, come le valute delle fonti di rimborso, dei fabbisogni finanziari e degli *asset* oggetto di finanziamento.

Se invece ci si pone dal punto di vista dell'azienda che vuole emettere strumenti finanziari per raccogliere denaro, entrano in gioco due fattori importanti nella scelta della valuta: il primo è collegato alla gestione del rischio, il secondo è

²⁴ Fonte: Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito; procedure, attori, *best practice* di Vincenzo Capizzi.

correlato ai costi di finanziamento²⁵.

Per quanto riguarda il primo fattore, da un punto di vista puramente teorico il mutuatario propende per far corrispondere la valuta degli esborsi (sia linea capitale che interessi) con quella dei futuri *cash flow* provenienti dall'attività del titolo durante la sua vita. All'opposto, l'investitore ha interesse a far coincidere la valuta di denominazione dei flussi *inflow* dell'investimento con quella dei flussi *outflow* delle spese correnti e prospettiche.

Analizzando i costi di finanziamento, si nota come questi riflettano fattori istituzionali, la cui responsabilità è divisa tra investitori ed emittenti.

Infatti in una determinata valuta, il mercato delle obbligazioni può essere soggetto a specifiche ritenute fiscali, vincoli regolamentari o può non essere sufficientemente spesso²⁶ per fornire l'adeguato livello di liquidità richiesto;

- 5) Warranties and Representation: vengono definiti da P. Ghionni e C. Visconti nel libro "Finanziamenti in *pool* e posizioni delle banche" come documenti aggiuntivi che riguardano lo *status* del richiedente.

Infatti l'investitore prima di erogare il finanziamento, cerca di ottenere informazioni sulla società in oggetto da parte del management attuale, al fine di poter assegnare un merito creditizio sulla situazione economica e sul *trend* del suo *business*.

Apponendo la firma sul contratto di prestito, il debitore garantisce la veridicità e la correttezza delle informazioni da lui apportate, rischiando di divenire inadempiente qualora le stesse dovessero rivelarsi false.

Le principali informazioni che vengono certificate riguardano il tipo di società, l'assenza di procedure concorsuali, la correttezza del bilancio, l'assenza di vincoli e di contenziosi in essere sulle garanzie offerte, la validità del *business plan*, l'esistenza o meno di piani pensionistici ed il possesso effettivo dei diritti di proprietà intellettuale.

In linea di massima, le garanzie possono essere sintetiche o analitiche; nel primo

²⁵ Fonte: "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", Benjamin H. Cohen.

²⁶ Un mercato è spesso quando, esistendo ordini di acquisto e vendita per prezzi sia superiori che inferiori a quello corrente, per ogni singola transazione esiste un numero di operatori disponibili in controparte tale da non consentire a nessuno una condizione contrattuale particolarmente forte. Fonte: "I mercati Finanziari: classificazione e realtà italiana. Il mercato monetario", uniroma3

caso il debitore garantisce sulla veridicità del valore di patrimonio netto, del capitale sociale, sulla correttezza dei valori espressi in bilancio e sulla sua elaborazione in conformità ai principi contabili internazionali.

Le garanzie analitiche si riferiscono sia a singole voci dell'attivo, come per esempio l'assenza di diritti di terzi sugli *asset* della società, lo *status* degli immobili, degli impianti e macchinari, che a singole voci del passivo, come la validità delle differenti tipologie di indebitamento e l'integrità del capitale sociale.

- 6) Covenants: sono clausole accessorie attraverso le quali il debitore garantisce il suo impegno a non porre in essere determinati comportamenti che potrebbero aumentare il rischio di *default* o che potrebbero risultare pregiudizievoli per il creditore.

Attraverso questi strumenti vengono definiti degli "standard minimi di condotta" che devono essere rispettati al fine di minimizzare il rischio di mancato rimborso del prestito.

Essendo una clausola inserita nel contratto di finanziamento per tutelare il creditore, nel caso in cui i limiti prestabiliti dovessero essere superati dall'impresa, il finanziatore ha il diritto di richiedere immediatamente la restituzione delle somme ancora dovute.

È chiaro come se da un lato il creditore, dal momento che vuole essere rimborsato, cerca di stabilire vincoli stringenti ed informazioni dettagliate, dall'altro lato il debitore necessita di avere un'autonomia organizzativa al fine di gestire la situazione a seconda di come ritiene opportuno.

Il risultato finale dovrebbe essere l'esplicitazione di vincoli non troppo stringenti per il debitore e non troppo ampi per il creditore, al fine di potergli permettere di intervenire nella gestione in caso di difficoltà: la loro definizione è funzione della qualità della controparte, del livello di leva finanziaria, delle garanzie offerte e del livello di rischio del *business*.

I *covenant* vengono riesaminati e monitorati continuamente in quanto una loro violazione può portare il finanziatore a dichiarare un evento di *default*. Questo strumento ha lo scopo principale di tutelare le fonti del rimborso e l'accesso del creditore alle stesse, di monitorare il *business* aziendale e la sua *performance* e di fornire un allarme tempestivo se qualche variabile dovesse andare al di fuori

dei parametri stabiliti.

Inoltre in caso di difficoltà, si dà l'opportunità alle banche di intervenire preventivamente rinegoziando la struttura del prestito ed evitando il fallimento dell'azienda²⁷.

Come citato in precedenza, le due principali fonti di rimborso del debito sono rappresentate dai *cash flow* e dal valore degli *asset* aziendali.

Nella prima situazione al fine di mantenere un flusso di cassa in grado di garantire la restituzione del finanziamento, è necessario stabilire restrizioni in grado di determinare il livello di liquidità generato dalla società oppure, al fine di limitare l'utilizzo inappropriato dei flussi di cassa, definire vincoli al pagamento dei dividendi o al sostenimento di determinati investimenti. Inoltre, con l'obiettivo di far confluire effettivamente i flussi di cassa al servizio del debito, è possibile identificare limiti sugli indebitamenti aggiuntivi oppure stabilire un *ranking* delle garanzie per assicurare il mantenimento dello standard finanziario di determinati beni aziendali.

Al contrario se la principale fonte di rimborso dovesse essere rappresentata dai beni aziendali, le restrizioni riguarderebbero la protezione ed il mantenimento degli *asset*²⁸, dell'*asset coverage*²⁹ e dei requisiti dichiarati inizialmente dall'azienda³⁰.

È possibile dividere i *covenant* in affermativi³¹, negativi³² e finanziari a seconda che al debitore venga richiesto rispettivamente di adottare determinati comportamenti, di evitare condotte che potrebbero danneggiare i creditori o di rientrare in determinati parametri finanziari.

²⁷ In Italia l'utilizzo dei *covenant*, principalmente dei *bond covenant*, è limitata sia dalla presenza dominante di PMI nel tessuto industriale, sia dalla diffusione di un forte modello di *relationship banking*, sia dalla ridotta dimensione dei prestiti che vengono richiesti dalle aziende.

²⁸ Per esempio attraverso la definizione di clausole che vietano la vendita di determinati *asset*, o attraverso un'adeguata assicurazione dei beni aziendali o attraverso una *negative pledge* clausola.

²⁹ Per esempio attraverso clausole che impongono di avere un valore minimo di patrimonio netto o che impongono l'utilizzo dei proventi per la riduzione del prestito oppure grazie a meccanismi di *loan to value*. Quest'ultimo è il rapporto tra il valore di finanziamento e quello dell'immobile soggetto ad ipoteca; più questo indice è basso, più la banca è tutelata dalla garanzia sull'immobile.

³⁰ Come l'obbligo di detenzione degli *asset* in buona condizione e di vendita solo dopo aver ottenuto il consenso del creditore.

³¹ I principali *covenant* affermativi, ossia che indicano le attività che il debitore deve fare al fine di rispettare le condizioni di prestito, sono l'utilizzo del finanziamento per scopi definiti, la conformità alla legge, la reportistica, il mantenimento dell'assicurazione sui beni e la conservazione dello scopo aziendale.

³² I principali *covenant* negativi, ossia restrizioni che limitano le attività del debitore, sono i limiti di investimento, di indebitamento totale, di distribuzione di dividendi, di vendita di società controllate, di stipulazione di contratti di *leasing*, di *capex* ed ancora restrizioni su possibili fusioni, acquisizioni, sul riacquisto di azioni proprie, sulla vendita di beni e su variazioni da quello che è il *core business*.

I *covenant* finanziari maggiormente utilizzati riguardano il rispetto di vincoli di liquidità, di solvibilità o di copertura e, per essere efficaci, devono basarsi su informazioni finanziarie tempestive e di alta qualità.

Gli indicatori fondamentali che vengono monitorati per accertare la stabilità finanziaria dell'azienda in termini di liquidità e solvibilità, sono rispettivamente il *current ratio* ed il *quick ratio* da una parte ed i *gearing ratio* e *leverage ratio*, dall'altra. Invece, indicatori come l'*Interest Cover Ratio* ed il *Debt Service Cover Ratio*, vengono utilizzati principalmente al fine di valutare la capacità di copertura dell'azienda.

Dal momento che l'inadempienza di un *covenant* finanziario indica un peggioramento della qualità del debitore, il soggetto finanziatore al fine di tutelare i propri interessi, interviene cercando di porre in essere azioni correttive finalizzate a rimediare la situazione. La mancata soluzione del problema porterà il creditore a dichiarare uno stato di *default*, richiedendo immediatamente il rimborso della quota capitale, degli interessi e degli eventuali oneri dovuti.

In aggiunta nella maggior parte dei casi, le emissioni obbligazionarie prevedono l'inclusione di una clausola di rimborso anticipato. Mentre le *puttable bond* consentono al possessore l'opzione di rivenderle all'emittente, le *callable bond* consentono all'emittente di richiamare, ovvero di rimborsare anticipatamente, un'emissione ad un prezzo prefissato³³.

Esiste anche la possibilità per il finanziatore, al susseguirsi di determinati eventi, di ottenere obbligatoriamente il rimborso anticipato delle somme dovute³⁴.

- 7) Garanzie: un ulteriore elemento essenziale nella definizione di un'operazione di *private debt* è la determinazione delle garanzie, normalmente attraverso ipoteche, che permettono al creditore di esercitare il controllo su alcuni *asset* aziendali.

Ovviamente la scelta degli *asset* da utilizzare come pegno viene definita tenendo in considerazione diverse variabili, come il valore "*as is*" dei beni e quello probabile derivanti dalla loro liquidazione, il costo della detenzione o della vendita

³³ È chiaro come la possibilità di rimborsare anticipatamente un'obbligazione, è di forte interesse per l'emittente; infatti, se i tassi di interesse scendono e di conseguenza i prezzi delle obbligazioni salgono, la società emittente ha la possibilità di richiamare le obbligazioni ad un prezzo minore rispetto al loro valore effettivo, sostituendole quindi con altre aventi tassi di interesse più bassi. Fonte: "Finanza straordinaria", A. Pansa, P. Agnese

³⁴ *Mandatory prepayment*: gli eventi principali che fanno scattare il rimborso anticipato del prestito sono il verificarsi di una situazione di illegalità, una vendita di tutti i beni del debitore, un cambio di controllo o di proprietà o una quotazione o offerta di acquisto del debitore.

di eventuali attività oggetti di pignoramento e la facilità di liquidazione del bene in oggetto.

A seconda del tipo di *asset* considerato, si possono distinguere le garanzie sui beni materiali (magazzino, attrezzature ed immobili), sui beni immateriali (diritti/brevetti, contratti/concessioni, titoli non scambiati ed attività immateriali) e sulle attività finanziarie (conti bancari/di cassa, crediti, titoli scambiati e polizze assicurative). Nei primi due casi si tratta principalmente di beni scarsamente liquidabili al contrario degli ultimi che sono “oggetti” ad alta liquidità.

- 8) *Condition precedents*: vengono definite delle condizioni che si devono realizzare affinché il finanziamento vada a buon fine; si tratta di caratteristiche che il debitore deve soddisfare al fine di ottenere l’obbligo legale del creditore di erogare il finanziamento. Normalmente possono essere inserite nel *term sheet* oppure possono essere incluse nell’Accordo di Investimento.

In generale questi requisiti vengono rappresentati da certificazioni di non *default*, da accertamenti di nessun cambiamento negativo dello *status* del debitore prima di una transazione, dall’esito positivo della *due diligence* o dalla certezza dell’avvenuta riuscita di una operazione.

Se invece si analizzano più dettagliatamente, le principali condizioni che vengono richieste sono:

- l’esecuzione dei principali accordi commerciali che il debitore deve siglare con parti terzi prima di ottenere il *commitment* formale del finanziatore;
- l’impegno da parte del top management a sottoscrivere un ammontare di *equity*;
- la stipula con una compagnia di assicurazioni di una “*key man insurance*” sulla vita del top management, al fine di fornire all’azienda un sostegno finanziario importante per sostituire uno dei *manager* in questione qualora venisse a mancare o qualora non avesse più le capacità per continuare a dirigere l’azienda;
- l’esistenza di linee di finanziamento alternative che soddisfino le esigenze del finanziatore;

- 9) *Drawdown*: Si tratta della definizione della modalità di erogazione del prestito derivante da diversi fattori come il fabbisogno dell’azienda, il grado di *monitoring* che il creditore deve esercitare, le *condition precedents* ed il raggiungimento di specifici obiettivi richiesti dal finanziatore.

10) *Ranking*: il creditore sia al fine di delineare la propria posizione nel diritto di pretesa ai flussi di cassa in relazione agli altri obblighi assunti dal debitore, sia al fine di tutelare la propria posizione, ritiene necessario stabilire un *ranking* dei vari strumenti di debito.

Infatti è possibile classificare i creditori in categorie differenti a seconda del loro diritto di prelazione nei confronti del debitore ossia in funzione delle loro prospettive di recupero future del credito:

- *privilege creditors*: sono i primi ad essere ripagati;
- *secured creditors*: hanno garanzie reali, generalmente di natura finanziaria, poste a servizio del debito;
- *unsecured creditors*: rappresentano la quota maggiore dei debitori e sono quelli che non possono contare su nessuna garanzia a sostegno del prestito;
- *subordinated creditors*: sopportano un rischio maggiore e conseguentemente dei ritorni più elevati dal momento che hanno accettato di essere pagati dopo tutti gli altri creditori;
- *shareholders*: vengono pagati prima gli azionisti privilegiati ed infine quelli ordinari.

Allo stesso modo, è possibile dividere i debiti finanziari in *senior*, *junior* e *pari passu*. I debiti subordinati (o *junior*) in caso di liquidazione o fallimento, vengono rimborsati in via posticipata rispetto a quelli *senior* ma, come detto precedentemente, vengono compensati in misura maggiore visto che sopportano rischi più elevati.

In ultimo la clausola *pari passu* (spesso inclusa nelle documentazioni che accompagnano le emissioni di *bond*), viene inserita al fine di garantire condizioni omogenee di trattamento qualora più creditori fossero in possesso della stessa obbligazione ed avessero lo stesso grado di prelazione, evitando in questo modo di privilegiarne qualcuno in caso di insolvenza.

Infine è importante ricordare come, in caso di crediti con elevata qualità, esistono più fonti di rimborso che permettono di ricorrere a quelle secondarie qualora quelle primarie (solitamente rappresentate dal *cash flow*) risultino essere compromesse: normalmente le fonti aggiuntive di *repayment* derivano dai proventi della vendita di *asset* dati in garanzia o dai proventi di una vendita.

- 11) Eventi di *default* e prezzo: gli ultimi due elementi che devono essere presi in considerazione nella strutturazione di un'operazione di finanziamento sono le circostanze da inserire nel contratto che stabiliscono l'interruzione del prestito e la definizione del prezzo. Le principali clausole che, se non rispettate fanno scattare uno stato di insolvenza sono dovute dal mancato pagamento del capitale e degli interessi, dalla falsità delle informazioni dichiarate, dal cambiamento nell'assetto della *governance* aziendale, dal mancato rispetto di un *covenant* o dall'impovertimento di un *asset* dato in garanzia. Inoltre il creditore ha la possibilità di inserire clausole più specifiche come quelle di *cross acceleration* o *cross default*, tramite la quale se viene dichiarata insolvenza per un'obbligazione, lo stato di insolvenza si estende a tutti i rapporti posti in essere.

Le conseguenze principali di un evento di *default* sono la revoca del contratto di finanziamento con l'obbligo di rimborso anticipato del prestito, l'inasprimento ossia il rafforzamento delle garanzie richieste e la presenza di un maggior controllo sul debitore.

Per quanto concerne il prezzo del finanziamento, esso è funzione di quattro variabili: le commissioni³⁵, il margine o premio per il rischio³⁶, la protezione del rendimento e l'*equity kicker*³⁷.

In conclusione, dopo aver esaminato quelle che sono le motivazioni principali che stanno spingendo il *private debt* come un nuovo ed alternativo strumento di finanziamento al prestito bancario, si sono analizzate le possibili sinergie, complementarità e differenze con gli istituti bancari ed i *fondi di private equity*.

Successivamente il capitolo si è posto l'obiettivo di spiegare il funzionamento, lo scopo e le varie fasi di valutazione effettuate da un fondo di debito prima di concedere una eventuale linea di credito.

Infine, si sono scomposte ed esplicitate nel dettaglio tutte quelle che sono le componenti

³⁵ Le commissioni principali includono una *commitment fee* (rappresenta un compenso per il creditore ad essersi assunto l'impegno ossia ad aver concesso una linea di credito), l'*up-front fee* (commissioni che le banche riscuotono *una tantum* su prodotti come mutui o *bond* strutturati) ed una *arranging fee* (compenso da pagare al creditore per aver gestito l'organizzazione dell'operazione). Fonte: sole24ore

³⁶ Il *risk premium* è funzione sia del rischio sistemico che di quello specifico. Nel calcolo del suo valore quindi è necessario includere valutazioni sui costi generali, sulla scadenza del prestito, il rischio di deterioramento del credito e la perdita attesa.

³⁷ Come si specificherà maggiormente nel secondo capitolo, è uno strumento collegato all'aumento di valore della componente dell'*equity*.

e le caratteristiche tecniche che vengono considerate in fase di strutturazione di un'operazione di questo tipo.

La seconda parte del capitolo invece, ha la finalità di analizzare l'evoluzione che il *private debt* sta avendo in Europa, di confrontare la situazione finanziaria e le particolari forme e mercati di finanziamento che si stanno sviluppando nei principali paesi.

1.3 IL PRIVATE DEBT IN EUROPA

Prima di analizzare la diffusione e le caratteristiche del *private debt* nei cinque paesi più rilevanti, è fondamentale fare un *excursus* generale su quella che è la situazione attuale nella Comunità Europea per quanto riguarda queste nuove forme di finanziamento. Il grafico sottostante sviluppato da Deloitte in una ricerca effettuata a fine dello scorso anno, riporta come dal 2013 al 2016 il *private debt* a livello europeo risulti essere costantemente in crescita per quanto riguarda i volumi e produttività, ma registri un calo con riferimento al valore dell'ammontare raccolto.

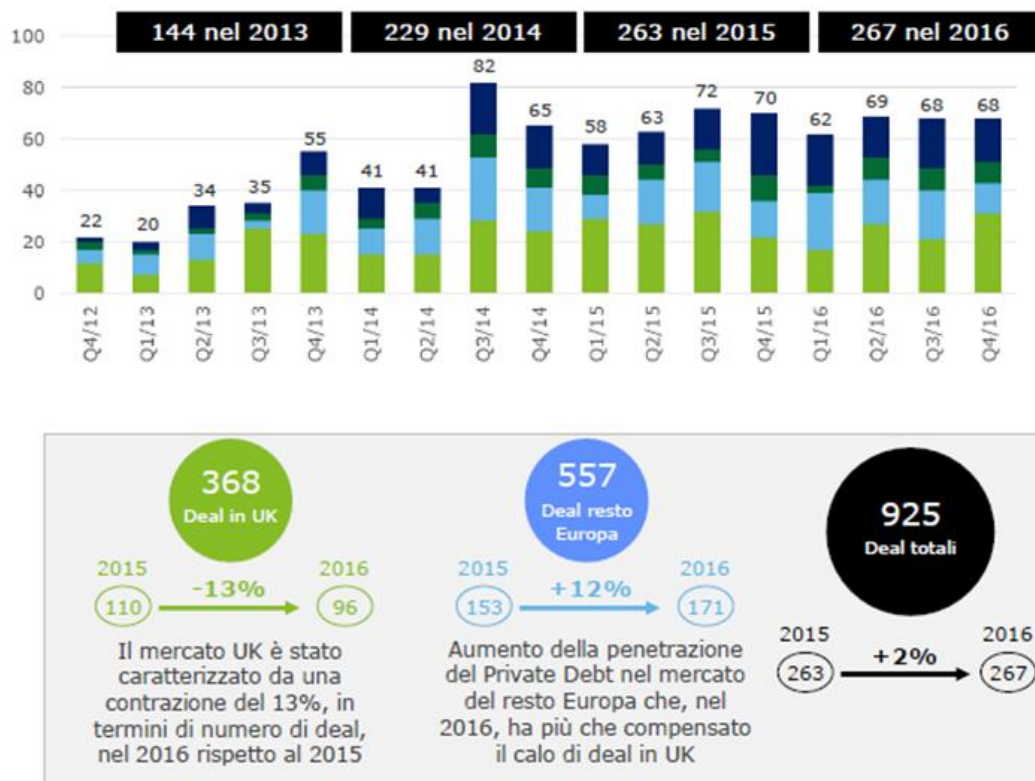


Figura 1 Il mercato del Private Debt. Fonte: Deloitte Debt Advisory

L'analisi copre un periodo che va dal Q42012 al Q42016 e prende in considerazione solo i principali *deal* del *mid-market* UK ed Europeo.

Si nota come nel corso dell'ultimo anno in Europa, ad esclusione del Regno Unito in cui si è evidenziata una contrazione del numero di operazioni del 13%, si è registrato un aumento della penetrazione di mercato del *private debt* del 12%, passando da un numero di *deal* di 153 nel 2015 ad uno di 171 a fine 2016.

Dal momento che la crescita del *private debt* ha più che compensato la diminuzione avvenuta nel mercato UK, l'effetto totale registratosi è stato un aumento del 2% del numero di *deal* totali, arrivando ad un valore di 925.

Per quanto concerne la raccolta effettuata dai fondi di *private debt* a livello globale, si nota come nel 2016 ci sia stata una riduzione del 64% rispetto al valore di 37,3 bn di dollari registratosi nel 2015: anche il numero di fondi è diminuito da 60 a 48, tornando ad allinearsi con i valori del 2014.

Raccolta effettuata dai Private Debt a livello globale per trimestre

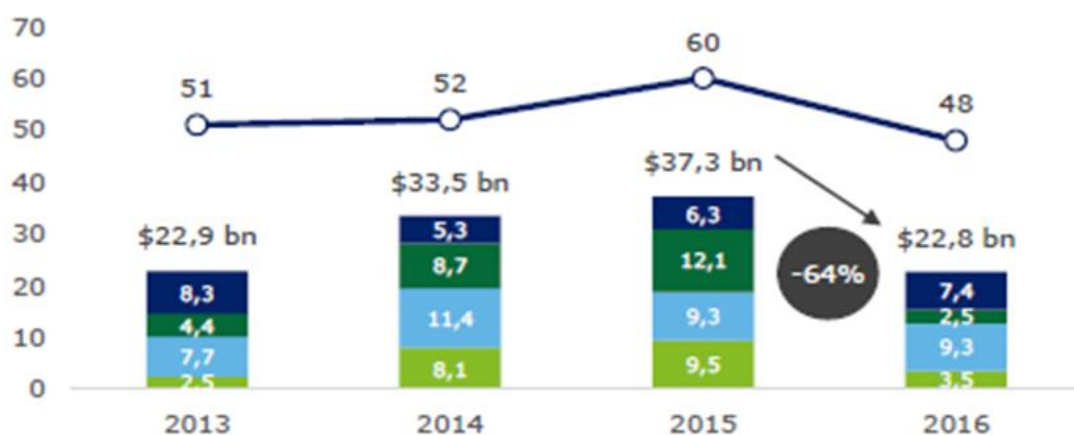


Figura 2 Il mercato del Private Debt. Fonte: Deloitte Debt Advisory

Invece se confrontiamo l'Europa con gli Stati Uniti, notiamo come questi ultimi hanno registrato una *performance* migliore nell'ultimo trimestre, arrivando a raccogliere un ammontare di 4,6 bn di dollari, in confronto ai 2,6 raccolti in Europa.

Anche a livello Europeo la diminuzione nell'ammontare raccolto ed il riallineamento al *trend* del 2014 è evidente: si evidenzia un calo del 98% dal 2015 al 2016 in cui si sono raccolti rispettivamente 19,8 bn di dollari e 10 bn di dollari.

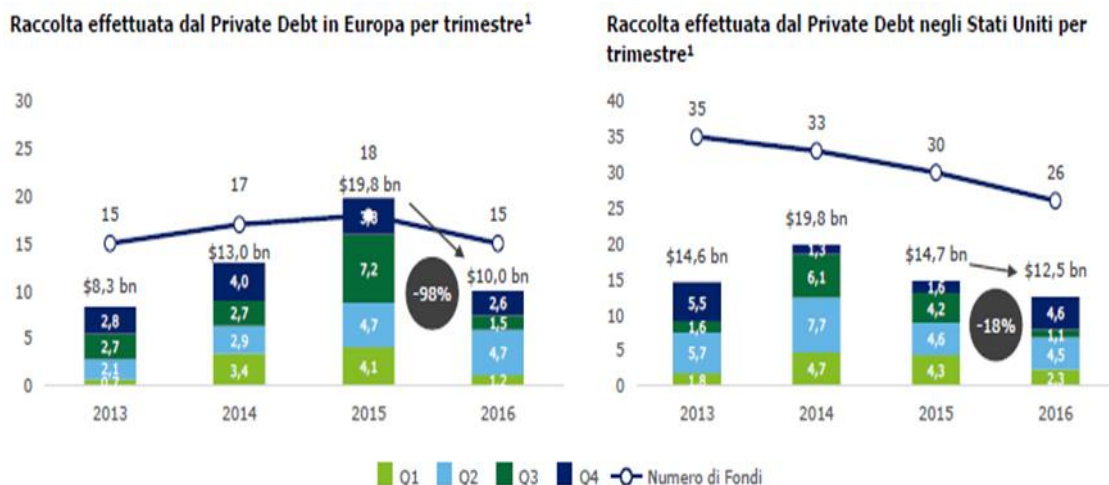


Figura 3 Il mercato del Private Debt. Fonte: Deloitte Debt Advisory

La figura sottostante in aggiunta mostra lo scopo e la strutturazione dei *deal* nel corso dell'ultimo anno, considerando il Regno Unito come entità separata dal resto d'Europa. La prevalenza delle operazioni concluse riguarda operazioni di *Merger & Acquisition* – essenzialmente *Leveraged Buyout* – registrando in totale una percentuale del 53%, di cui il 46% in UK (il 37% *LBO deals*) ed il 56% nel resto d'Europa (43% *LBO deals*). La seconda motivazione principale riguarda per entrambi i *cluster* considerati la necessità di *refinancing*, rappresentante una percentuale del 23% e del 25% rispettivamente in UK e nel resto d'Europa.

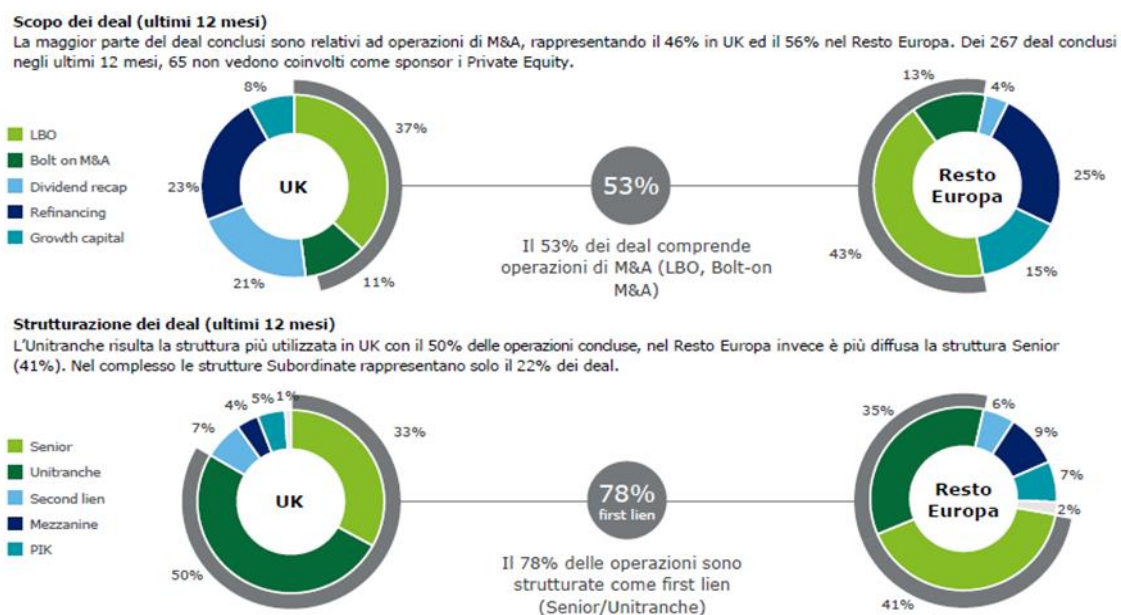


Figura 4 Il mercato del Private Debt. Fonte: Deloitte Debt Advisory

Per quanto concerne la modalità dell'operazione si evidenzia come il 78% delle operazioni concluse sono state strutturate come *first lien*: anche se, mentre il resto d'Europa è più propenso, con il 40% dei casi, per una struttura di tipo *Senior*, il Regno Unito ha utilizzato nel 50% dei *deal* conclusi, l'*Unitranche*.

In ogni modo, lo sviluppo del *private debt* risulta essere una conseguenza del cambiamento di cinque fattori chiave:

1. Regolamentazione: la crescente *deregulation* ha permesso la nascita di *lenders* privati che effettuano la raccolta da investitori istituzionali, senza però compromettere il rischio sistemico e di tutela dei depositi;
2. Risparmio privato: dal momento che altri operatori (come Fondi Pensione ed *Asset Management*) hanno la possibilità di accedere al risparmio privato, gli istituti di credito hanno registrato una progressiva perdita di esclusiva per quanto riguarda il loro ruolo tradizionale di collettore del risparmio;
3. Raccolta di capitali: la disintermediazione della raccolta di capitali, ha consentito lo sviluppo di nuovi operatori, focalizzati inizialmente sull'*equity investment*;
4. Tassi di interesse: dato il contesto attuale, in cui i tassi di interesse sono molto bassi, si è aperta l'opportunità per altri operatori di sviluppare strumenti di finanziamento alternativi al prestito bancario;
5. Specializzazione: a fronte di contesti economici sempre più competitivi, si richiede una maggiore specializzazione in termini di *skills*, culture, tempistiche e procedure.

Per quanto riguarda quest'ultimo punto, la tabella sottostante riporta le quattro principali strategie³⁸ in cui un fondo di *private debt* può intervenire, evidenziandone le differenze in termini di periodo di investimento e durata del fondo, tasso di rendimento interno (IRR) e percentuali ricevute per gestire l'operazione.

³⁸ Le caratteristiche tecniche di questi strumenti verranno analizzate dettagliatamente nel secondo capitolo

Strategia del fondo	Descrizione	Target return (IRR)	Periodo di investimento	Durata del fondo	Management Fee	Preferred return	Carried interest
Direct senior lending	Investire direttamente in credito aziendale a livelli senior della struttura del capitale	5-10%	1-3 anni	5-7 anni (più 1-2 estensioni opzionali di un anno)	Intorno all'1% del capitale investito	5-6%	10%
Specialty lending/ credit opportunities	Investimenti opportunistici in tutta la struttura del capitale e/o in situazioni complesse. Tipicamente focalizzata su livelli senior della struttura del capitale	12-20%	3-5 anni	8-10 anni (più 2-3 estensioni opzionali di un anno)	1,25% - 1,50% circa del capitale investito o inferiori all'1% del Commitment	6-8%	15%-20%
Mezzanine	Investire principalmente in prestiti mezzanine e in altri strumenti di debito subordinati	12-18%	5 anni	10 anni (più 2-3 estensioni opzionali di un anno)	1,50% - 1,75% circa del Commitment durante il periodo di investimento, successivamente su un ammontare ridotto del capitale investito	8%	20%
Distressed	Investire in distressed, stressed and undervalued securities	15-25%	3-5 anni	7-10 anni (più 2-3 estensioni opzionali di un anno)	Varia in funzione dell'obiettivo e della strategia: 1,50 - 1,75% del Commitment o 1,50% del capitale investito	8%	20%

Figura 5 Il mercato del Private Debt. Fonte: Deloitte Debt Advisory

La necessità di poter accedere a forme di finanziamento alternative al canale bancario è sentita anche dai Paesi dell'Unione Europea per i quali, diversamente dall'Italia e dalla Spagna, il peso dei prestiti bancari (come mostra la figura), risulta essere notevolmente minore.

Il Regno Unito risulta essere il paese in cui i debiti bancari, rappresentanti il 42%, hanno l'incidenza minore, seguito dalla Francia registrante una percentuale del 54%.

Il gap con il nostro Paese è allarmante: in Italia rispetto allo UK il peso dei debiti bancari risulta essere maggiore di 32 p.p. e quello dell'*equity* inferiore del 25%.

La struttura finanziaria delle imprese: un confronto europeo

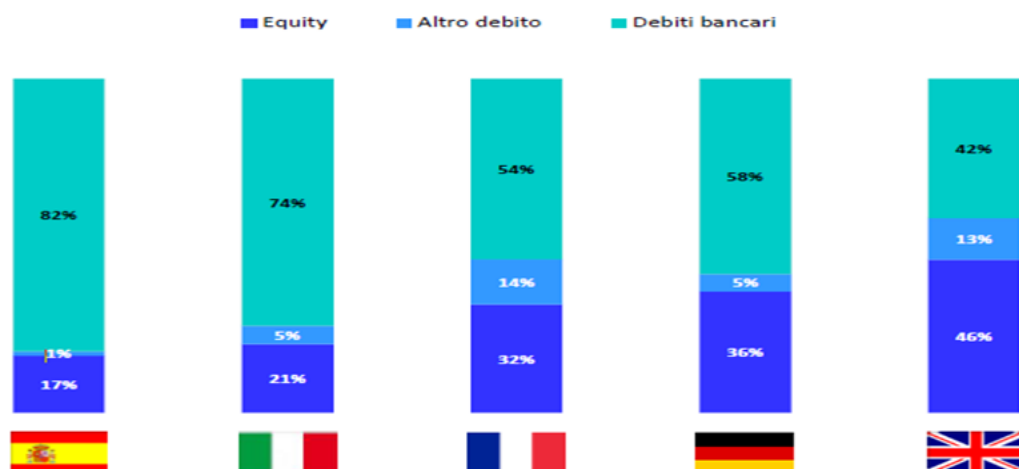


Figura 6 Il ruolo del risparmio e l'attrazione dei capitali esteri. Fonte: AIFI

A questo punto, una volta esplicitato in maniera generale lo sviluppo che il *private debt* in questi ultimi anni ha avuto in Europa, di seguito verrà analizzato in maniera più approfondita il ruolo e la struttura che questa nuova forma di finanziamento – soprattutto con riferimento ai *mini bond* – sta avendo nei più importanti mercati europei.

L'esperienza della Norvegia

Prima di tutto è necessario fare una breve introduzione sul contesto di riferimento e la struttura dei mercati finanziari norvegesi.

È possibile definire la Norvegia come un'economia avanzata aperta al mercato globale e basata principalmente sulle esportazioni di risorse naturali: risulta infatti essere tra i primi esportatori mondiali per quanto riguarda l'energia elettrica ed il gas naturale.³⁹

È inoltre interessante notare come in contesto del genere, il settore è caratterizzato essenzialmente da imprese di piccole e medie dimensioni (circa il 99,8%), le quali producono il 70% del PIL Nazionale⁴⁰.

In Norvegia, il mercato degli strumenti finanziari è costituito dalla Borsa di Oslo, che gestisce tre segmenti principali:

1. *Oslo Børs*: mercato regolamentato in linea con quelle che sono le direttive europee, aperto principalmente alla negoziazione di obbligazioni *corporate* e governative;
2. *Oslo Axxess*: mercato azionario regolamentato avente requisiti di ammissione meno stringenti del precedente e di conseguenza dedicato alle PMI;
3. *Nordic Alternative Bond Market*: mercato obbligazionario alternativo caratterizzato da regole e procedure più flessibili e in grado di soddisfare le diverse esigenze di investitori ed emittenti.

Quest'ultimo, creato nel 2015 come uno specifico segmento di mercato non regolamentato, è dedicato alla quotazione ed allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* – corrispondenti alle nostre cambiali finanziarie – con una durata massima di dodici mesi. Tale mercato a sua volta è suddiviso in due diversi segmenti, il *Nordic ABM Retail* ed il *Nordic ABM Professional*: infatti, a seconda che il valore nominale del singolo titolo sia

³⁹ Fonte: www.iea.org

⁴⁰ Fonte: Alberto Mazzoleni (2016), "Il Finanziamento all'Impresa: La scelta tra debito e capitale"

maggiore o minore di 65.550 euro (500.000 corone norvegesi), esso è rivolto rispettivamente ai soli *institutional investors* o aperto anche agli investitori *retail*.

Una delle caratteristiche principali di questo particolare segmento di mercato è la semplicità delle procedure, delle tempistiche, dei costi e degli adempimenti informativi che l'impresa deve espletare.

Infatti per emettere strumenti finanziari sul mercato *Nordic ABM*, non vi è né la necessità di comporre il bilancio secondo i principi IFRS, né la necessità di coinvolgere un'agenzia di *rating* o una società di revisione, né il bisogno di effettuare una *due diligence* approfondita. L'azienda però deve redigere un "*listing document*" nel quale deve evidenziare:

- Gli ultimi tre bilanci approvati;
- La descrizione della sua attività;
- Il *loan description*, documento contenente i termini e le condizioni del prestito.

La borsa di Oslo ha cinque giorni di tempo dopo la redazione del "*listing document*" per emettere una valutazione e fornire un *feedback* relativamente all'ammissione del titolo sul mercato.

Considerando il taglio minimo d'emissione, esso deve essere superiore a 220.000 euro, ovvero 2 milioni di corone norvegesi. Inoltre, le *commercial paper* e le obbligazioni emesse su questo mercato devono avere una scadenza compresa tra i 5 ed i 7 anni, possono avere un tasso fisso o variabile, e sono ammissibili alla quotazione solamente se sottoscritte interamente e liberamente trasferibili.

Un ruolo fondamentale nell'operazione è ricoperto dal *manager*, generalmente è una banca di investimenti che opera in qualità di *advisor*, che colloca i titoli presso gli investitori ed assiste l'impresa in tutto il processo di emissione.

Un altro *player* importante nell'operazione è il *security account operator*, rappresentato da una banca o da una società di investimento, che registra l'emissione al *Central Security Depository* (servizio di gestione accentrata) e verifica che i pagamenti avvengano in maniera conforme a ciò che era stato previsto nel *loan agreement*.

Durante tutto il periodo di emissione e collocamento dei titoli sul mercato, l'impresa ha l'obbligo di pubblicazione del bilancio annuale, comprendente la relazione degli amministratori e dei revisori contabili ed i principali dati finanziari.

Alla fine del 2016 risultavano quotati sul segmento *Nordic ABM* più di 1.200 *mini bond* (100 in più rispetto a quelli registrati nel 2015), anche se solamente un'ottantina di essi sono stati emessi da imprese industriali e commerciali: la maggioranza delle emissioni infatti sono state effettuate da banche ed assicurazioni.

In sintesi, sembra che la semplicità nelle procedure rappresenti da una parte un'agevolazione ed un aiuto alle emissioni sul mercato (specialmente da parte di PMI), ma dall'altra l'assenza di *rating* e di una dettagliata *due diligence* renda questo tipo di emissioni poco appetibili da parte di società di natura non finanziaria.

L'esperienza della Francia

In Francia esistono tre mercati finanziari dedicati alle emissioni di obbligazioni per le PMI: i segmenti B e C del mercato regolamentato *Euronext*⁴¹ ed *Alternext*, un sistema multilaterale di negoziazione.

Questi mercati sono aperti sia ad investitori istituzionali che investitori *retail* e dal novembre 2012 prevedono una nuova modalità di emissione dei *mini bond* dedicata esclusivamente alle imprese di dimensioni minori, chiamata *Initial Bond Offering*.

Quest'ultima può essere effettuata sia da imprese quotate sul mercato francese (anche aventi una capitalizzazione inferiore a 100 milioni di euro), sia da imprese non quotate purché aventi un controvalore minimo di emissione di 5 e 10 milioni di euro, rispettivamente per i mercati *Alternext* ed *Euronext*, ed una scadenza compresa tra cinque e dieci anni.

Per quanto concerne i requisiti informativi a cui le imprese devono sottostare per la quotazione del titolo, alle società aventi un capitale inferiore a 100 milioni di euro ed alle PMI non quotate si richiede l'emissione di un *rating* da parte di un'agenzia accreditata all'ESMA⁴².

Inoltre, la società ha l'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo certificato da un Regolatore qualificato e di presentazione degli ultimi tre bilanci certificati.

Le imprese al fine di poter quotare il proprio titolo su *Alternext*, durante la fase di pre-

⁴¹ *Euronext*: è la prima borsa pan-europea al mondo, con una capitalizzazione di 3.500 miliardi di euro, 5.500 titoli quotati e 1.300 emittenti, di cui 740 PMI (di queste 330 nel settore tecnologico). Fonte: www.ilsole24ore.com

⁴² *European Securities and Markets Authority* (ESMA): L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati si pone come scopo primario quello di migliorare la tutela degli investitori e di promuovere mercati finanziari stabili ed ordinati. Fonte: www.europa.eu

quotazione, devono coinvolgere uno *sponsor*, che operi da garante sul rispetto dei requisiti informativi a cui l'impresa deve far fronte dopo l'avvenuto collocamento.

Altri ruoli fondamentali sono ricoperti dall'*advisor*, che funge da supporto per la redazione dei documenti e per la strutturazione dell'operazione, e dall'*avocat*, il quale ha *skills* specifici per curare tutti gli aspetti legali.

Il mercato francese si rivolge ad una platea composta sia da investitori istituzionali che da investitori *retail*; questi ultimi, durante un periodo di tempo che va dalle 3 alle 5 settimane, possono sottoscrivere i titoli attraverso l'intermediazione di *broker* e banche: una volta concluso il periodo di quotazione, i titoli sono ammessi alla quotazione.

Le imprese emittenti devono inoltre pubblicare con tempestività tutte le informazioni che potrebbero in qualche modo condizionare il valore dei titoli emessi: più nel dettaglio, mentre le società quotate sui segmenti B e C di *Euronext* sono obbligate a seguire la Direttiva Europea 2004/109/EG, quelle che vogliono quotarsi sul segmento *Alternext* devono seguire delle cosiddette *best practices*.

Importante aggiungere come per i sottoscrittori di *mini bond* esistono importanti vantaggi fiscali: infatti le persone fisiche residenti in Francia che investono in obbligazioni di PMI, detenendole per un periodo di almeno 5 anni, hanno diritto ad una riduzione dell'imposta patrimoniale sull'investimento fino al 50%⁴³ e di una detrazione dell'imposta sul reddito pari al 18% dell'investimento⁴⁴. Nonostante questi importanti benefici fiscali, il numero di titoli quotati su *Alternext* negli ultimi due anni è rimasto praticamente costante, registrando 37 titoli a fine 2015 e solamente uno in più a fine dell'anno successivo.

Al contrario, alla fine dello scorso anno su *Alternext Brussels* risultavano quotati 43 titoli (assimilabili a *mini bond*) e 45 scambiati su un listino non regolamentato, il *Marché Libre*. Per concludere, una delle principali innovazioni del 2016 effettuata dal Governo Francese è stata la promulgazione dell'ordinanza n° 520 del 28 aprile, attraverso la quale è possibile sia collocare titoli obbligazionari via internet, tramite piattaforme di *crowdfunding*, sia registrare contratti di investimento di *mini bond* attraverso la nuova tecnologia *blockchain*⁴⁵, di cui si tratterà in dettaglio nel capitolo successivo.

⁴³ Fino ad un massimale di 45.000 euro.

⁴⁴ Fino ad un massimale di 9.000 euro che può essere esteso a 16.000 euro nel caso di famiglie.

⁴⁵ BNP Paribas Securities Services è stata una delle prime banche a sperimentare questa novità, annunciando il lancio di un *marketplace* che utilizza la tecnologia *blockchain* aperto alle imprese emittenti: nel dicembre 2016 si sono svolte, con successo, le prime sperimentazioni di pagamenti in diverse valute coinvolgendo anche un numero di imprese italiane, già clienti della banca.

L'esperienza del Regno Unito

Nel 2010 il *London Stock Exchange*, la borsa valori Inglese con sede a Londra, ha attivato una piattaforma per la negoziazione di obbligazioni destinate ad un pubblico di investitori *retail*, la *Order book for Retail Bond*.

Dal nome si deduce come quest'ultima, a differenza del segmento di mercato ExtraMOT PRO, è un listino regolamentato secondo i termini dettati dalla direttiva MiFID⁴⁶ ed è pertanto accessibile anche ai piccoli risparmiatori.

Inoltre, i requisiti di ammissione sono equivalenti a quelli applicabili per il listino borsistico principale, il taglio di investimento è molto contenuto – varia in un *range* tra 100 e 10.000 sterline⁴⁷ – e vi è l'obbligo di coinvolgere un *market maker*, ossia un intermediario finanziario che pubblica i prezzi di acquisto e vendita dei titoli quotati in borsa e che di conseguenza garantisce liquidità al titolo.

Anche se nel segmento ORB il numero di emissioni è raddoppiato dal 2014 al 2016, passando da un totale di 50 emissioni ad un *track record* di 107, a causa dei requisiti di ammissione troppo stringenti, i responsabili del listino stimano che il mercato possa risultare efficiente e conveniente solamente per quegli emittenti che necessitano di raccogliere un capitale da 20 milioni di sterline in su.

È importante riportare che nel Regno Unito, oltre ai *mini bond* quotati, sono stati emessi anche diversi titoli non quotati; alcuni di essi, dopo aver attratto gli investitori con promesse di rendimento elevati, sono falliti portando le imprese a richiedere l'amministrazione straordinaria⁴⁸. Come per il caso della Francia, anche in UK vi è la possibilità di collocare *mini bond* attraverso internet: nel 2015 sul mercato sono stati raccolti circa 6 milioni di sterline attraverso offerte di *mini bond* effettuate tramite la piattaforma *crowdfunding*, registrando una crescita del 48% rispetto all'anno precedente.

⁴⁶ La Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari (MiFID), stabilisce tre principi essenziali che si applicano alle imprese che svolgono anche attività di investimento:

- 1) Agire in modo onesto, equo e professionale;
- 2) Fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti;
- 3) Offrire servizi che valutano anche la situazione individuale.

Fonte: La Direttiva MiFID: Guida per il consumatore www.consob.it

⁴⁷ Dal momento che il taglio di investimento è molto contenuto, esso può essere utilizzato come *benchmark* per i *mini bond*.

⁴⁸ Si può citare il caso di Providence Financial, società attiva nei servizi di *factoring* alle PMI. Nel 2016 dopo aver emesso due obbligazioni con cedola annuale rispettivamente del 7,5% e 8,25%, coinvolgendo 825 investitori per un totale di circa 8 milioni di sterline, la società non è stata in grado di rimborsare il debito finendo in amministrazione straordinaria.

Nella piattaforma *Crowdcube*, portale di riferimento per la negoziazione di titoli, dal 2015 al 2016 si è registrato un aumento del 19,3% nell'ammontare di risorse raccolte, passando da un valore di 12,9 milioni di sterline ad uno di 15,4 milioni di sterline, coinvolgendo il finanziamento di 3.700 investitori.

È palese l'ottimo ed il continuo funzionamento di questa nuova piattaforma: nei primi giorni di questo anno sono state collocate obbligazioni, con cedola annuale del 7,5% e durata 4 anni, per un controvalore di 10 milioni di sterline, effettuando un *exploit* mai registrato prima.

L'esperienza della Germania

La Germania rappresenta sicuramente uno degli esempi di maggior successo per quanto riguarda i *mini bond*: è il Paese in cui vi è il maggior numero di mercati dedicati ai titoli di debito emessi da PMI.

La proliferazione di questi mercati è dovuta alle caratteristiche del tessuto economico tedesco: il 99% delle imprese sono di piccole e media dimensioni ed occupano più del 60% della forza lavoro⁴⁹.

Infatti nelle diverse piazze finanziarie tedesche, esistono diversi listini dedicati alla negoziazione di obbligazioni delle *Mittelstand*⁵⁰: *Entry Standard* a Francoforte, *Mittelstandsbörse Deutschland* ad Amburgo-Hannover, *M:access bond* a Monaco di Baviera e per ultimo *Primarmark* a Düsseldorf, quest'ultimo diviso in tre ulteriori segmenti a seconda dello *spread* di riferimento.

Nonostante ciò nel 2010 dalla Borsa di Stoccarda è stato aperto un nuovo mercato regolamentato non ufficiale, il *Bondm*, composto da diversi segmenti, di cui uno specifico dedicato solamente ai *mini bond*, ed accessibile sia da investitori istituzionali che investitori *retail*.

Il *Bondm* risulta essere il primo mercato riservato all'emissione ed allo scambio di *corporate bond* quotati emessi da imprese di piccole-medie dimensioni: i titoli quotati devono avere un taglio minimo pari a 1.000 euro e possono essere subordinati rispetto alle altre passività dell'emittente, a condizione dell'esistenza di un *rating* pubblico relativo all'emissione.

⁴⁹ Fonte: www.make-it-in-germany.com

⁵⁰ *Mittelstand*: imprese di piccole-medie dimensioni.

Gli investitori hanno la possibilità di sottoscrivere, in fase di IBO, l'obbligazione sul mercato primario e negoziarla successivamente sul mercato secondario; in quest'ultimo le negoziazioni sono supportate da un *quality liquidity provider* il quale, attraverso un sistema di *market making*, garantisce liquidità ai titoli cercando un *matching* tra gli ordini di acquisto e di vendita.

Al fine di agevolare e semplificare l'operazione è stato creato un canale elettronico, il *Bond subscription box*, nel quale la sottoscrizione diretta sul mercato primario può avvenire anche senza l'intervento di un *underwriter* istituzionale: gli investitori possono direttamente inserire il proprio ordine di acquisto.

Tuttavia, al fine di consentire agli investitori *retail* la stessa opportunità di sottoscrizione degli investitori istituzionali, è previsto che i collocamenti effettuati tramite un agente di vendite devono essere minori del 50% del totale dell'emissione.

Esistono diversi requisiti che le imprese emittenti devono rispettare al fine di poter accedere al mercato *Bondm*:

- redazione e presentazione di un prospetto informativo approvato dall'Autorità di mercato;
- nomina di un *coach*, ossia di un intermediario finanziario che guida l'impresa durante tutta l'operazione e che funge da garante del rispetto dei requisiti informativi richiesti;
- presentazione di un *rating*, aggiornato al massimo di 12 mesi, emesso da un'agenzia specializzata e riconosciuta da *Boerse Stuttgart*;
- la pubblicazione dell'ultimo bilancio certificato redatto in forma estesa senza le semplificazioni previste per le PMI.

Purtroppo l'esperienza dei *mini bond* in Germania riporta numerosi casi di *default*: solamente nei primi 4 anni il 20% delle emissioni è risultato insolvente, con una percentuale più alta del 10% se si considera il *Bondm* di Stoccarda.

A causa di questa "pessima reputazione", il numero di emissioni dal 2014 al 2015 è diminuito di più del 50%, passando da un valore di 26 ad uno di 10.

Se si considera anche l'ultimo anno, su un valore totale di 164 emissioni si contano 34 casi di fallimenti, 13 di sostanziale insolvenza e 8 di ristrutturazione.

L'esperienza della Spagna

Da una ricerca effettuata dalla *European Central Bank* è emerso che uno dei principali problemi delle PMI spagnole è rappresentato dall'accesso al credito: nel 2014 le banche spagnole hanno rifiutato la domanda di prestito al più del 20% delle imprese richiedenti, percentuale maggiore si è registrata solamente in Grecia con un valore del 38%.

La *Bolsa Y Mercados Espanoles* (BME) nel 1987 ha costituito l'AIAF, ovvero il mercato spagnolo di riferimento. Tuttavia a causa degli onerosi requisiti richiesti per l'ammissione, le piccole-medie imprese riescono difficilmente a quotarsi su tale mercato, cosicché nel 2013 è stato aperto un segmento non regolamentato di titoli di debito, il *Mercado Alternativo de Renta Fija* (MARF), dedicato esclusivamente alle PMI.

Nel MARF sono ammesse alla quotazione sia le cambiali finanziarie che le obbligazioni: queste ultime sono dedicate solamente agli *institutional investors*, hanno un taglio minimo di 100.000 euro e possono essere emesse da società a responsabilità limitata e da società per azioni.

Al fine di semplificare l'accesso al mercato per le PMI, sono stati definiti requisiti di ammissione alla quotazione molto più flessibili ed elastici:

- iscrizione al registro delle imprese;
- lo statuto dell'emittente deve essere vigente;
- presentazione della delibera degli organi sociali;
- presentazione degli ultimi due bilanci certificati;
- ammissione da parte di un ente riconosciuto dall'*European Securities and Market Authority* dell'informativa sul rischio e sulla solvibilità;
- iscrizione al sistema di registrazione, compensazione e liquidazione dei valori di IBERCLEAR⁵¹

Inoltre l'emittente, in seguito alla quotazione, deve impegnarsi a pubblicare tutte quelle informazioni considerate *price sensitive*.

Un ruolo fondamentale è ricoperto dall'*advisor* che, durante tutto l'*iter* di emissione, supporta l'emittente e fornisce un parere sia in merito alla conformità dell'operazione con le norme vigenti, sia relativamente all'utilizzo del capitale raccolto.

⁵¹ Società istituita ai sensi dell'art.44 bis della legge 24/1988 e responsabile della contabilità e regolarizzazione dei titoli ammessi alla negoziazione sui mercati spagnoli. Fonte: www.iberclear.es

Invece l'attribuzione di un *rating* e la nomina di un *liquidity provider*, che garantisce la liquidità del titolo sul mercato, sono elementi facoltativi a patto che le informazioni su rischio e solvibilità fornite dall'azienda siano veritiere e corrette.

Dai dati forniti da *BME Renta Fija* il successo di questo segmento è aumentato nel tempo in maniera significativa: a fine del 2014 risultavano quotati solamente 7 titoli obbligazionari, per un valore totale di 20 milioni di euro.

Nel corso del 2015 si sono registrate 41 quotazioni di *mini bond*, emessi da 18 società diverse; il numero di emissioni aumenta del 46% nell'ultimo anno, dove risultavano quotati sul MARF 76 *mini bond* (emessi da 29 società diverse), la cui maggioranza era rappresentato da cambiali finanziarie.

Un altro aspetto positivo associato a questo segmento di mercato deriva dalla sua capacità di flessibilità ed innovazione, ammettendo alla quotazione anche i *project bond*, ossia obbligazioni emesse da società con la finalità principale di finanziare la realizzazione di un progetto ed il cui rimborso è funzione esclusivamente dei flussi di cassa generati dal progetto.

Tra tutti i mercati considerati quello spagnolo risulta essere quello più in linea con il contesto italiano, grazie alla similitudine delle normative che disciplinano la struttura ed il processo di emissione.

In conclusione è evidente come in Europa, contesto sociale in cui i prestiti alle imprese fino a poco tempo fa erano ad esclusivo dominio delle banche, il *private debt* si sta espandendo rapidamente.

In un momento come quello attuale in cui le aziende, soprattutto quelle di piccole-medie dimensioni, hanno necessità di raccogliere risorse finanziarie, le regolamentazioni sul capitale emesse da Basilea a seguito della crisi finanziaria, stanno limitando i prestiti bancari dando vita conseguentemente a canali alternativi di prestito.

Una stima effettuata dall'agenzia di rating *Standard & Poor's* mette in evidenza come queste aziende entro la fine del prossimo anno, avranno bisogno di ottenere finanziamenti per un ammontare pari a 3.8 trilioni di dollari⁵².

Per questo motivo il *gap* tra la domanda crescente di prestiti da parte delle imprese e la costante riduzione dell'offerta da parte degli istituti di credito, verrà colmato sempre di

⁵² Fonte: Global Finance, 2017: Europe's Private Debt Boom

più dai fondi di *private debt* che, attraverso forme di finanziamento alternative e più specifiche, stanno riuscendo a soddisfare le necessità di *funding* delle società.

Inoltre anche se in America i prestiti privati hanno incominciato a svilupparsi 25 anni fa, Ryan Flanders, *head of Private Debt Product* presso Prequin⁵³, afferma che l'Europa rappresenta la migliore opportunità per lo sviluppo del *private lending*.

Anche Tom Newberry, *partner and head of CVC Credit Partners*⁵⁴ sostiene che in questo momento in Europa, rappresentando le PMI la componente più dinamica del mercato, ci siano crescenti opportunità per gli investitori istituzionali di spostare il *focus* dal settore bancario al mercato.

In definitiva in un contesto in cui i fondi cercano alti rendimenti e le imprese cercano il più possibile di raccogliere risorse finanziarie, il *private debt* sembra rappresentare una soluzione del tipo *win-win*.

⁵³ Prequin: società fondata nel 2003 rappresenta una delle principali fonti di dati, fornendo informazioni complete su diversi settori come, *private equity*, *real estate*, *hedge fund* e *private debt*. Fonte: www.prequin.com

⁵⁴ CVC Credit Partners: società di investimento fondata nel 2013 e focalizzata sul mercato del debito. Fonte: www.cvc.com

Capitolo 2

Private Debt: focus sul mercato italiano

In Italia, dal momento che si è assistito ad una segmentazione per prodotto e utilizzo, la definizione di *private debt* è più estesa rispetto a quella prevalente nei mercati finanziari internazionali. Infatti, mentre in Inghilterra e negli Stati Uniti il mercato del *private debt* è costituito da tre diversi segmenti aventi caratteristiche differenti, in Italia si considerano svariate forme di debito che possono essere messe a disposizione delle PMI. In particolare, si ricomprendono quindi nel *private debt* i *mini bond*, che rappresentano lo strumento più semplice, gli strumenti ibridi, che garantiscono un maggior rendimento grazie ad una componente di *equity*, fino ad arrivare alle molteplici forme di *direct lending*, intesa come possibilità di finanziamento diretto delle imprese da parte di intermediari non bancari.) Di recente lo sviluppo degli strumenti è arrivato a ricomprendere gli stessi Piani Individuali di Risparmio (PIR). Questi ultimi, come verrà analizzato successivamente, potendo investire sia nell'*equity* che nel debito delle imprese, vengono inclusi nelle strategie di *private debt* solamente quando svolgono la seconda attività descritta, ossia quando la loro politica di investimento è focalizzata su strumenti finanziari di debito emessi dalle varie società.

L'obiettivo del secondo capitolo è quello di proporre una panoramica sull'evoluzione negli anni della normativa italiana a sostegno dello sviluppo delle PMI, di analizzare nel dettaglio le diverse forme di *private debt* con riferimento alle novità dal punto di vista metodologico e di emissione e valutarne i rispettivi aspetti di natura civilistica e fiscale. Inoltre si darà evidenza della portata innovativa dei *mini-bond* e dei PIR, esaminandone la crescita nel corso del tempo e riportandone i relativi vantaggi e rischi.

Per concludere, nella seconda metà del capitolo si analizzerà in termini quantitativi il *trend* italiano del *private debt*, sia sotto il punto di vista dell'attività di raccolta che di investimento, confrontandone gli aspetti principali con il più noto mercato del *private equity*.

Infine, data la posizione di *player* che il Fondo Italiano di Investimento SGR ha ricoperto nel nostro mercato del *private debt*, l'appendice al capitolo ne sottolineerà gli aspetti salienti ed i principali obiettivi, al fine di valutare se effettivamente l'obiettivo di semplificazione di accesso al credito per le imprese italiane (specialmente quelle di piccole e medie dimensioni) è stato raggiunto.

Prima di entrare nel dettaglio degli argomenti citati, ritengo fondamentale fare un *excursus* generale di quelle che sono le principali modalità di finanziamento delle imprese, analizzare l'evoluzione del loro rapporto di indebitamento, definire le variabili necessarie al fine di classificare un'impresa come PMI e confrontare la situazione del passivo delle imprese italiane rispetto ad un contesto internazionale.

2.1 ANALISI DEL MERCATO DEI CAPITALI

Le imprese possono raccogliere liquidità secondo due differenti modalità, attraverso i mercati finanziari o attraverso gli intermediari finanziari.

I mercati svolgono un ruolo preponderante in quei Paesi tipicamente di natura anglosassone (come Stati Uniti e Regno Unito) dove il mercato borsistico gioca un ruolo di *player* nel fornire risorse alle imprese.

Differentemente da questo schema, nei sistemi finanziari della Germania, dell'Italia (e in generale di tutti i Paesi dell'Europa Continentale) gli intermediari finanziari, specialmente le banche, svolgono un ruolo centrale nel finanziare l'attività delle imprese, soprattutto di quelle di piccole e medie dimensioni.

Per questo motivo, si distinguono i cosiddetti sistemi orientati al mercato – *market based* – da quelli orientati agli intermediari, *bank based*.

Sotto altro punto di vista, le aziende hanno due principali modalità di finanziamento: possono far ricorso al finanziamento interno, oppure a quello esterno.

Nel primo caso l'impresa, attraverso i flussi di cassa derivanti dalla gestione corrente o dalla cessione di *asset* aziendali, ha la capacità di soddisfare autonomamente la copertura, totale o parziale, del proprio fabbisogno finanziario.

Purtroppo, come mostra la figura 7, l'autofinanziamento a copertura degli investimenti è risultato quasi sempre insufficiente.

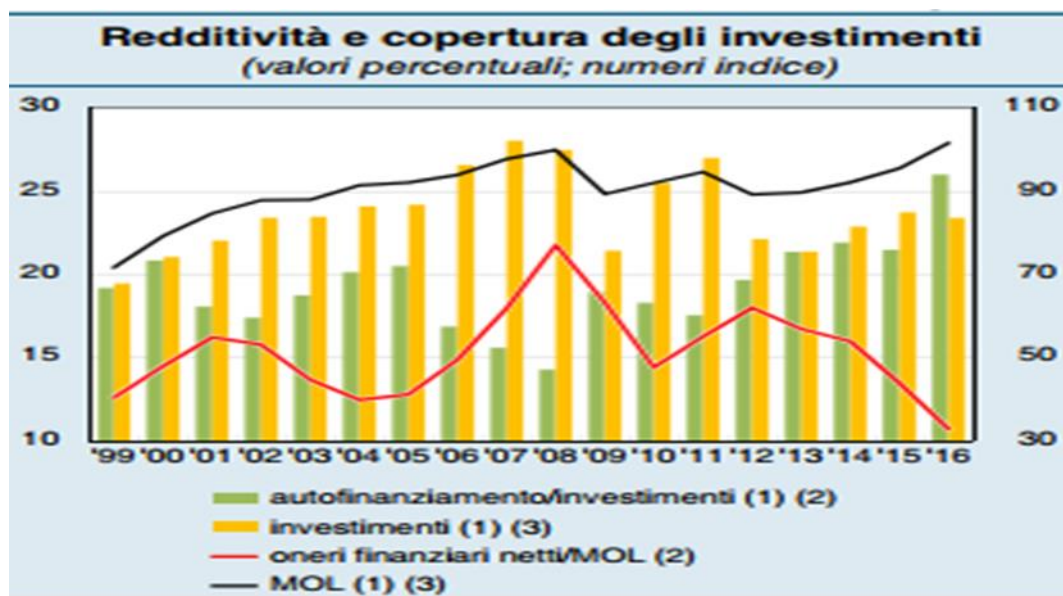


Figura 7 Reddito a copertura degli investimenti. Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2016

Solamente nell'ultimo anno di analisi, le risorse finanziarie generate internamente sono state più elevate rispetto agli investimenti effettuati. Infatti, il rapporto tra autofinanziamento ed investimenti ha raggiunto la percentuale più alta mai registrata prima, pari al 94%.

Nel secondo caso, il finanziamento esterno può essere raccolto sia sotto forma di *equity* – ovvero capitale di rischio – che di debito.

La differenza sostanziale consiste nel fatto che, nel primo caso, non si prevedono scadenze per il rimborso e la remunerazione del creditore è collegata esclusivamente alla capacità dell'azienda di produrre utili ed aumentare il proprio valore.

Nel caso del debito, invece, vi sono scadenze di rimborso specifiche, la remunerazione dei creditori avviene attraverso il pagamento degli interessi, essa non è collegata in alcun modo all'andamento economico dell'azienda e generalmente vi sono *covenants* ovvero garanzie legate all'attivo dello stato patrimoniale dell'impresa oggetto di emissione.

Entrambe le tipologie di risorse possono essere raccolte sia sui mercati regolamentati quotati, sia in quelli “*private*”.

Infatti, si può distinguere tra *equity* non quotato ed *equity* quotato: nel primo caso l'attività di *fundraising* viene effettuata sia da parte di fondi di *private equity* che di investitori privati; nel secondo caso si parla di capitale raccolto presso la Borsa.

Una distinzione speculare si ripropone anche nel caso del debito: il debito non quotato è

quello fornito da banche, operatori finanziari e Fondi di *private debt*; il debito quotato riguarda obbligazioni emesse su mercati regolamentati “pubblici”.

Come verrà analizzato in seguito, vi sono anche forme ibride di strumenti finanziari che, se da una parte prevedono la certezza del pagamento delle cedole, dall'altra sono collegate all'*equity* del capitale e permettono al possessore di beneficiare del possibile incremento di valore dell'azione.

Nel paragrafo successivo si descriverà come a partire dal 2012, il legislatore italiano abbia cercato di promuovere una serie di riforme per permettere che anche il finanziamento tramite capitale di credito possa essere effettuato attraverso il mercato al fine di spostare il focus del sistema di finanziamento dal canale bancario.

In un contesto come quello italiano, dal momento che la presenza di forme di finanziamento diverse da quelle bancarie è molto scarsa, si nota una “dipendenza biunivoca” tra banche ed imprese.

Infatti, rispetto agli altri paesi europei il passivo delle imprese italiane si differenzia per una maggior presenza di capitale di debito rispetto al capitale proprio.

L'effetto negativo di questa situazione è di facile deduzione: le difficoltà economiche delle imprese si riversano sui conti delle banche e viceversa, creando un effetto domino e portando gli istituti di credito a ridurre la loro capacità di conferire i fondi necessari alla crescita delle imprese.

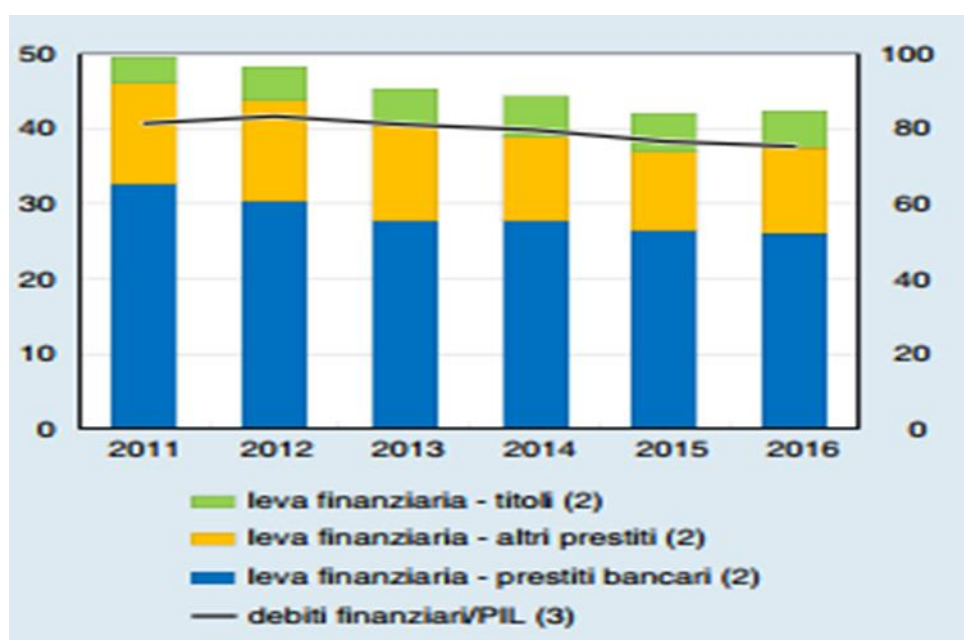


Figura 8 Composizione leva finanziaria aziende italiane. Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale 2016

Rispetto agli altri Paesi, le imprese italiane restano caratterizzate da un maggior contributo dei prestiti bancari rispettivamente al capitale, anche se, come mostra la figura n° 8, l'incidenza che quest'ultimi stanno avendo nel finanziamento delle imprese è in costante diminuzione.

Inoltre, anche la figura sottostante (n°9) evidenzia come il trend degli ultimi anni registri un calo della leva finanziaria per le imprese italiane.

Per quanto riguarda le PMI si registra una diminuzione del 35% della leva finanziaria dal 2007 al 2015, infatti si passa da un valore del 115.5% ad uno dell'80.7%.

Questo risultato sembra essere dovuto principalmente ad una migliore patrimonializzazione delle imprese piuttosto che ad una riduzione dello stock di debito.

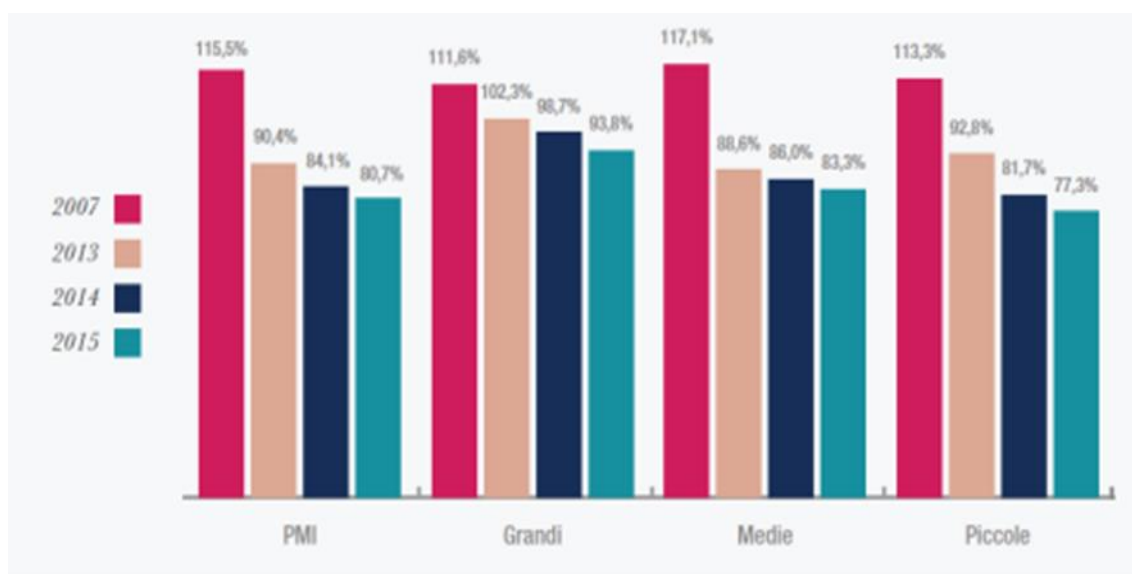


Figura 9 Rapporto fra debiti finanziari e capitale netto per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia. Fonte: 3° Report italiano sui mini bond

Infatti, se si analizza la composizione dei debiti finanziari per classe dimensionale di impresa, si può notare come, nonostante l'importanza fondamentale che le PMI ricoprono per l'economia italiana, si sia posta poca attenzione alla condizione di "debolezza finanziaria" in cui si trovano: la loro componente di indebitamento (con un peso preponderante della componente bancaria) risulta essere maggiore se confrontata con imprese di grandi dimensioni.

Bisogna però constatare che nel 2015 si è osservato un netto miglioramento nei bilanci delle PMI: i ricavi sono cresciuti a tassi tripli se confrontati con quelli dell'anno precedente (3.1% vs 1,1%).

Inoltre, l'aumento della redditività ed il successo delle agevolazioni fiscali hanno spinto gli investimenti che sono aumentati fino al 6.7% in rapporto alle immobilizzazioni (vs il 5.6% registrato nel 2015)

Dal momento che il panorama italiano da anni è caratterizzato da PMI, in quanto rappresentano la struttura tipica delle aziende nel nostro Paese, è fondamentale riportare in maniera specifica la definizione data dal legislatore.

La Raccomandazione 2003/361/CE recepita in Italia dal decreto del Ministero delle Attività produttive il 18.04.2005, definisce:

- Micro imprese: entità che occupano meno di 10 persone e realizzato un fatturato annuo, oppure un totale di bilancio annuo, non superiore a 2 milioni di euro;
- Piccole imprese: entità con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo, o uno stato patrimoniale annuo, inferiore a 10 milioni di euro;
- Medie imprese: imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di euro;
- Grandi imprese: imprese con più di 250 dipendenti ed un fatturato annuo uguale o superiore a 50 milioni di euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale uguale o superiore a 43 milioni di euro.

Focalizzando l'attenzione sulle PMI Italiane, il 2015 ha visto nuovamente una crescita nel loro numero di 500 unità, dopo una riduzione violenta registrata nel 2012 e 2013. Fortunatamente, anche grazie al contributo delle S.r.l "semplificate", in base agli ultimi bilanci disponibili, il numero delle società che soddisfano i requisiti di PMI è tornato ad una quota di circa 136.000: tra le quali l'82.5% rientra nella descrizione di "piccola impresa" ed il restante 17,5% in quella di "media impresa"⁵⁵.

Data l'importanza di questi numeri, di seguito si analizzano le principali trasformazioni legislative che hanno cercato di agevolare il finanziamento da parte di questa specifica tipologia di aziende.

⁵⁵ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2016 – Le Piccole e Medie Imprese in Italia

Come inciso è importante ricordare che il 2016 è stato un anno molto inteso e di elevata volatilità per i mercati finanziari: l'indice borsistico del mercato italiano ha subito una ricaduta del 25% nei primi 40 giorni dell'anno.

Il clima di incertezza - dovuto al referendum costituzionale in Italia, al referendum in Gran Bretagna e alle elezioni negli USA - ha contribuito ad indirizzare le scelte strategiche di investimento delle imprese.

2.2 OVERVIEW DEL SISTEMA LEGISLATIVO

L'attenzione posta dal legislatore con riferimento alle modalità di finanziamento delle PMI italiane sta aumentando progressivamente negli anni: dal decreto Sviluppo del 2012 al D.L. n.18/2016 i governi che si sono succeduti hanno cercato sia di semplificare la normativa riguardante l'emissione di titoli e strumenti simili, sia di offrire maggiori incentivi alle imprese, specialmente in ambito fiscale.

L'intervento del legislatore si è posto come scopo principale quello di ampliare la platea di imprese di piccole medie dimensioni che, potendo far ricorso al mercato di capitali per ottenere finanziamenti aggiuntivi, sono state in grado di trovare risorse utili alla loro crescita ed espansione.

Questo paragrafo ha l'obiettivo di proporre un *excursus* generare sulle fasi e sull'evoluzione nel corso degli anni del sistema legislativo, andando a riportare le principali novità introdotte dai due Decreti Sviluppo nel 2012, dal Decreto Destinazione Italia del 2013, dal Decreto Competitività nel 2014 ed infine dal D.L. emanato nel 2016.

Nel paragrafo successivo invece, verranno trattate le specificità delle diverse forme di *direct lending* al fine di analizzare in maniera dettagliata le varie modalità di finanziamento che rientrano nella definizione di *private debt*: verrà effettuato un focus sui vari strumenti offerti, sulle modalità di utilizzo, sulle finalità principali e sui relativi aspetti civilistici e fiscali.

È importante precisare che la definizione di *private debt* nel contesto italiano, dal momento che include tutte le metodologie di *direct lending*, di *private debt* in senso stretto e di *venture debt*, risulta avere confini meno delineati di quella proposta dai mercati finanziari più sofisticati.

Infine prima di passare ad analizzare in termini quantitativi il valore dell'attività di raccolta e di investimento del *private debt* in Italia, verrà proposto un ulteriore paragrafo specifico per i PIR, ovvero strumenti nati nel corso di questo anno, rivolti inizialmente al

pubblico *retail* e successivamente accessibili anche agli investitori istituzionali, aventi la finalità di veicolare le risorse finanziarie verso le imprese di piccole-medie dimensioni.

Come è stato accennato dal 2012 in Italia al fine di contrastare la crisi economica, i vari governi che si sono succeduti hanno cercato di implementare una serie strumenti finanziari in grado di soddisfare le diverse necessità aziendali.

Lo scopo principale è stato quello di creare nuovi canali di accesso al credito, che non dipendessero più dal sistema bancario, al fine di eguagliare i modelli europei più evoluti, attraverso un ribilanciamento della struttura finanziaria delle imprese verso il mercato.

Infatti, dal momento che la crisi finanziaria ha fatto emergere una serie di debolezze proprie del settore bancario, è apparso necessario sviluppare e intensificare canali alternativi di finanziamento.

Attraverso la nuova normativa si è ridisegnata la legislazione riguardante gli strumenti finanziari innovativi messi a disposizione delle PMI, per le quali ovviamente l'attività di *fundraising* risulta essere più complicata.

Con l'obiettivo di incrementare la nascita del mercato, sono state eliminate sia le differenze di trattamento dal punto di vista fiscale, sia i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni da parte di società quotate e non.

In Italia, le riforme del diritto societario e gli ultimi decreti legge, approvati al fine di contrastare le difficoltà di finanziamento delle PMI, hanno modificato l'emissione di obbligazioni societarie definite dal Codice Civile.

La regola base espressa nell'art. 2412 del Codice Civile afferma che: *“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”*.

Il motivo di questa disposizione è riconducibile all'esigenza di prevedere, per il sottoscrittore obbligazionista, una garanzia ancorata alla nozione di patrimonio netto.

Già una modifica del 2004 aveva esteso la possibilità di emettere titoli di debito anche a SRL, soggetti giuridici a cui questa facoltà veniva, fino a poco tempo fa, preclusa esplicitamente.

In aggiunta, il limite quantitativo poteva essere superato solamente se l'emissione obbligazionaria fosse destinata a investitori istituzionali (come *hedge fund* e banche) sottoposti

a vigilanza prudenziale, oppure per obbligazioni emesse da società per azioni quotate e destinata alla quotazione in mercati regolamentari.

Chiaramente, in una situazione come quella italiana, dove le PMI non quotate costituiscono la maggioranza del tessuto industriale del Paese, è di facile intuizione capire come questo vincolo possa essere stato un freno alla crescita e alla diffusione di strumenti di debito, lasciando alle banche il predominio assoluto del mercato del finanziamento delle imprese.

Anno 2012: i due Decreti Sviluppo

Proprio in questo contesto, i due Decreti Sviluppo (D.L. 83/2012, convertito nella l.134/2012, e D.L. 179/2012, convertito nella l. 221/2012) hanno introdotto una delle modifiche di riforma societaria più innovative.

Il cambiamento più significativo ha riguardato il superamento, in alcuni casi specifici, del vincolo quantitativo all'emissione di obbligazioni stabilito nell'art. 2412 del Codice Civile.

Infatti, i limiti del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato sono derogabili in presenza delle tre seguenti condizioni⁵⁶:

- 1) se *“le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale”* in quanto questi ultimi, dal momento che sono in grado di tutelarsi da soli, in caso di successiva circolazione sono responsabili dell'insolvenza della società verso eventuali acquirenti che non ricoprono tale qualifica;
- 2) se *“l'emissione di obbligazioni è garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi”*;
- 3) se *“le obbligazioni sono destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, ovvero in caso di obbligazioni che danno il diritto di acquisire/sottoscrivere azioni”*: viene estesa la possibilità di emettere obbligazioni senza limiti quantitativi anche alla società non quotate, a condizione che tali titoli siano poi successivamente destinati alla quotazione, oppure siano

⁵⁶ Art 2412 del Codice Civile

obbligazioni convertibili, ovvero aventi la possibilità di tramutarsi in azioni in determinati periodi di tempo⁵⁷.

Inoltre, attraverso il Decreto Sviluppo vi è stata l'introduzione di una disciplina specifica riguardante le cambiali finanziarie, strumenti di debito a breve termine, e dei *mini bond*, obbligazioni emesse da PMI non quotate.

In aggiunta viene previsto che le obbligazioni, le cambiali finanziarie, i titoli derivanti da cartolarizzazioni e le quote di fondi comuni di credito, possano rappresentare attivi stanziati a copertura delle riserve tecniche di imprese di assicurazioni; soggetti che, ancora una volta, venivano esclusi dal precedente panel dei potenziali investitori.

È chiaro come l'interesse e la curiosità degli investitori istituzionali, congiuntamente allo sviluppo di fondi di investimento specializzati, risulta essere un prerequisito essenziale al fine sia di concretizzare le riforme introdotte dal Decreto Sviluppo, sia di sostenere l'allargamento delle fonti di finanziamento alternative al canale bancario.

In maniera più tecnica, le principali innovazioni previste dal D.L. 83/2012 e D.L. 179/2012 hanno riguardato:

- dal punto di vista civilistico l'eliminazione dei limiti quantitativi previsti dall'art. 2412 dal Codice Civile;
- dal punto di vista fiscale, invece:
 - l'estensione della deducibilità degli interessi passivi secondo il meccanismo del ROL anche a società non quotate, per quanto riguarda titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non posseggano più del 2% del capitale azionario;
 - il superamento della previgente disciplina che per gli interessi derivanti da prestiti obbligazionari, prevedeva la possibilità di deducibilità degli interessi a condizione che, al momento dell'emissione, il tasso di rendimento fosse inferiore al doppio del tasso ufficiale di riferimento stabilito per obbligazioni e titoli simili negoziati sia in mercati regolamentati degli stati facenti parte dell'UE, sia degli stati partecipanti all'accordo sullo

⁵⁷ La disciplina specifica delle obbligazioni convertibili verrà trattata nel paragrafo successivo.

Spazio economico europeo ed inseriti nella cd “White List”⁵⁸, al tasso ufficiale di riferimento, incrementato di due terzi, applicato sulle obbligazioni ed a titoli simili diversi da quelli citati precedentemente.

Anno 2013: Decreto Destinazione Italia e apertura del segmento ExtraMOT Pro

Una volta ampliato lo spettro di soggetti emittenti nel 2013, anno successivo alla promulgazione del Decreto Crescita, il legislatore attraverso l’emanazione del D.L. 145/2013 cd Decreto Destinazione Italia, si è posto l’obiettivo principale di semplificare i processi di strutturazione al fine di rendere i diversi strumenti di finanziamento più attraenti e desiderabili sui mercati, considerando soprattutto le esigenze delle imprese di dimensioni inferiori che, a causa di vincoli troppo stringenti e di procedure troppo complicate, non erano state in grado fino a quel momento di raccogliere le risorse necessarie di cui necessitavano.

Principalmente la normativa in oggetto ha cercato di sopperire al vincolo di scarsa liquidità dei titoli, regolamentando la cartolarizzazione dei *mini-bond* al fine di invogliarne l’acquisto da parte di investitori istituzionali.

La modifica ha permesso infatti di effettuare le operazioni di *securitization*⁵⁹ anche ad obbligazioni e titoli simili, ad esclusione però dei titoli partecipativi, ibridi e convertibili.

Al comma 1, lettera H del decreto, è stata introdotta la possibilità per le banche di strutturare *covered bond* (obbligazioni bancarie con basso profilo di rischio) garantiti da *mini-bond* o altri attivi creditizi.

⁵⁸ *White List*: vengono definiti Paesi “*White List*” quelli che, aderendo a degli accordi internazionali, rendono disponibili informazioni di natura fiscale per quanto concerne gli investimenti effettuati nel loro territorio. Nel dettaglio ci si riferisce a tutti gli investimenti in titoli obbligazionari e simili, sia di carattere pubblico che di natura privata.

⁵⁹ L’operazione di *securitization* permette ad un soggetto la raccolta di risorse finanziarie sui mercati mobiliari attraverso la cessione di attivi e del correlato rischio. L’operazione viene effettuata attraverso lo scorporo di un pacchetto di crediti dallo SP del soggetto in questione ed il successivo trasferimento di questi ultimi ad un SPV (*Special Purpose Vehicle*) che emette ABS (*Asset Backed Securities*) al fine di finanziarne l’acquisto.

Anche in questo contesto, le modifiche più innovative ottenute con il D.L Destinazione Italia (2013) hanno riguardato:

- la semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e la maggior protezione richiesta agli investitori;
- l'ammissione come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative di obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di *mini-bond*;
- l'estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli;
- la possibilità di garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI.

Un'altra importante innovazione avvenuta nel corso dello stesso anno è stata la creazione da parte di Borsa Italiana nel Febbraio 2013, di un nuovo Segmento Professionale del mercato ExtraMOT (ExtraMOT PRO) che, al fine di soddisfare le esigenze di *funding* delle PMI, è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, assicurazioni, enti pubblici e le loro controllate.

Questo nuovo segmento, dal momento che richiede requisiti di ammissione e di informativa meno stringenti rispetto ad un normale mercato regolamentato o ad un MTF aperto agli investitori *retail*, cerca di dare impulso al mercato dei capitali di debito.

Vi è inoltre una maggiore rapidità, costi di quotazione più bassi ed il contesto informativo viene personalizzato al fine di soddisfare le esigenze dei diversi investitori.⁶⁰

Tecnicamente può essere definito come un “*Multilateral Trading Facility*” (sistema di scambi organizzato), in cui possono essere quotati *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie e strumenti partecipativi.

Dal momento che è un sistema attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di *settlement* automatiche ed eleggibile per qualsiasi operazione finanziaria bancaria verso la Banca Centrale, è accessibile soltanto alla categoria degli *institutional investors*.

Indipendentemente dalla durata del titolo, il costo di ammissione pari a 2.500 euro per

⁶⁰ Vi è la possibilità di pubblicazione del Prospetto e del Documento di Ammissione in lingua inglese o in italiana, si possono utilizzare principi contabili e *clearing house* internazionali o nazionali e si può richiedere la presenza o meno di uno specialista a sostegno della liquidità

ogni strumento risulta essere particolarmente contenuto e, se il titolo è già quotato in altri mercati, si riduce ulteriormente a soli 500 euro.

In conclusione nel 2013 il legislatore, dopo aver ampliato lo spettro delle possibili imprese emittenti attraverso l'eliminazione di vincoli quantitativi, ha cercato di snellire i processi di finanziamento e ha aperto un nuovo segmento (ExtraMOT PRO) al fine contribuire alla realizzazione di un mercato liquido, spesso e con procedure più trasparenti che permettano a tutti i soggetti di ottenere adeguate informazioni.

Anno 2014: Decreto Competitività ed intervento del Fondo Centrale di Garanzia

Nel 2014 con il decreto legge del 24 giugno n. 91 - Decreto Competitività - si è allargata la tipologia di intermediari finanziari a cui viene concesso di erogare credito alle imprese: questa possibilità, sempre nell'ottica di ampliare l'attività di concessione di finanziamenti in modo da favorire la crescita delle PMI, è stata estesa alle imprese assicurative, alle società di cartolarizzazione dei crediti e, successivamente con il D.L. n.18/2016, la possibilità di esercitare direttamente l'attività di concessione di prestiti è stata resa possibile anche agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR).

Prima di analizzare quale sia stata la novità principale introdotta nel 2014 con riferimento al Fondo Centrale di Garanzia, è necessario spiegare in generale cosa sia quest'ultimo e come rientra il suo coinvolgimento all'interno di questo discorso.

Il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI, operativo dal 2000, è uno strumento istituito con la legge n.662/96 avente come finalità principale quella di semplificare l'accesso alle fonti finanziarie delle imprese di piccole/medie dimensioni, attraverso la concessione di una garanzia pubblica che spesso si affianca/sostituisce a quelle che sono le garanzie reali offerte dalle imprese ai finanziatori originari.⁶¹

Grazie all'aiuto di questa istituzione, le imprese hanno la possibilità di ottenere finanziamenti senza presentare garanzie aggiuntive, come polizze assicurative o fidejussioni, sugli importi garantiti dal Fondo.

In questo contesto, il decreto interministeriale del 5 giugno 2014⁶², con riferimento all'in-

⁶¹ Fonte: "Fondo di Garanzia per le PMI"; www.sviluppoeconomico.gov.it

⁶² Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico

intervento del Fondo di Garanzia per quanto riguarda i *mini bond* emessi da PMI, ha previsto che quest'ultimo possa essere richiesto da vari istituti, come intermediari finanziari soggetti a vigilanza, banche, SGR⁶³, SICAF⁶⁴, SICAV⁶⁵ che sottoscrivano obbligazioni o titoli simili emesse da PMI, sia a fronte di singole operazioni di *mini-bond*, sia su portafogli di *mini-bond*.

Tali interventi devono riguardare *mini-bond* aventi determinate caratteristiche: devono essere finalizzati al finanziamento dell'attività d'impresa, non devono avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale, devono avere una durata compresa in un range da 36 e 120 mesi e, qualora prevedessero la possibilità di conversione, la garanzia ha efficacia fino all'eventuale data di esercizio di conversione. In aggiunta, con l'obiettivo di attivare crediti bancari per un valore compreso tra i 23 e i 26 miliardi di euro, il Fondo Centrale di Garanzia è stato rifinanziato per un valore pari ad 1 miliardo di euro ed il suo intervento è stato focalizzato sul sostegno dei finanziamenti agli investimenti delle imprese: specialmente PMI con *rating* intermedi.

Per riassumere, anche in questo caso si riportano le principali innovazioni introdotte dal D.L. Competitività:

- l'estensione della possibilità di erogazione del credito anche da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione;
- l'eliminazione della ritenuta d'acconto su proventi ed interessi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali di negoziazione, purché collocati sul mercato da parte di investitori istituzionali;
- l'eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni estere;
- l'estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti.

Anno 2016: Decreto Legge 18/2016

Per concludere, il decreto legge 18/2016, citato in precedenza, ha introdotto modifiche in materia di gestione del risparmio, intervenendo con alcune misure volte a semplificare l'erogazione del credito alle imprese e completando il quadro normativo relativo

⁶³ Società di Gestione del Risparmio

⁶⁴ Società a capitale fisso

⁶⁵ Società a capitale variabile

alla concessione di finanziamenti da parte di Fondi di Investimento Alternativi (FIA)⁶⁶. Infatti attraverso la sua introduzione, si sono inserite alcune misure volte a riconoscere anche in Italia la possibilità per i FIA di concedere finanziamenti; attività quest'ultima concessa fino a quel momento solamente a banche e intermediari finanziari.⁶⁷

Per completezza di esposizione, è necessario riportare la distinzione che viene convenzionalmente fatta tra due diverse categorie di Fondi di Investimenti Alternativi di credito:

- 1) la prima è costituita dai FIA che, investendo in crediti già esistenti ed erogati da terzi, operano sul mercato secondario del credito;
- 2) la seconda, costituita da fondi di credito diretti, è formata appunto da FIA che investono direttamente in crediti attraverso l'erogazione del finanziamento.

Principalmente la normativa in oggetto, dal momento che l'attività di erogazione diretta risulta essere un argomento molto più "delicato", è intervenuta regolamentando la seconda categoria di Fondi sopra descritta.

In sintesi dal momento che vengono stabilite le modalità secondo cui questi fondi (sia italiani che esteri) posso svolgere attività di *direct lending*, è intuibile dedurre che le piccole medie imprese italiane possono avere accesso a nuove risorse finanziarie al fine di svilupparsi maggiormente ed aumentare la loro competitività ed appetibilità sul mercato. Altre due novità introdotte nel 2016 riguardano da una parte, la possibilità di aumentare (attraverso l'intervento del Fondo Centrale di Garanzia), l'importo massimo garantibile per una singola azienda emittente da parte dello Stato da 1,5 milioni a 2.5 milioni di euro, dall'altra l'introduzione, attraverso la Legge 232/2016 dei Piani Individuali di Risparmio. Quest'ultimi sono una nuova forma di risparmio già nota in alcuni Paesi – e.s nel Regno Unito con gli *Individual Saving Account ISA* – avente l'obiettivo primario di semplificare e favorire l'afflusso di risorse finanziarie verso l'economia reale.

Per quanto riguarda il mondo dei *mini-bond* invece, nel 2016 non ci sono stati particolari interventi normativi.

⁶⁶ Noti soprattutto come fondi *hedge* (o fondi speculativi), i fondi alternativi si distinguono da quelli "tradizionali" in quanto hanno la possibilità di investire in una gamma di strumenti più ampia. Fonte: www.assogestioni.it

⁶⁷ Sembrava inizialmente preferibile, in un'ottica prudenziale, vietare agli Organismi di Investimento Collettivo di Risparmio di effettuare attività di concessione di finanziamenti in maniera diretta, ma solamente attraverso l'intermediazione di una banca o di un intermediario finanziario.

In conclusione, dopo aver scorso e sintetizzato gli aspetti salienti introdotti e modificati dalla normativa nel corso degli anni, è intuibile come il legislatore attraverso l'emissione di una serie di normative mirate, stia cercando di semplificare in maniera incrementale l'accesso al credito per le piccole e medie imprese italiane, permettendo così loro di raccogliere le risorse finanziarie necessarie al raggiungimento degli obiettivi, strategici e di crescita, stabiliti nel *business plan* aziendale.

2.3 FORME DI DIRECT LENDING

Una volta esplicitata la condizione attuale nel mercato dei capitali, le modalità di finanziamento delle imprese e, avendo dettagliato come si è evoluta la normativa negli anni (in termini sia di ampliamento dei soggetti emittenti, sia di eliminazione di vincoli troppo stringenti che di agevolazioni fiscali per aiutare il mondo delle PMI italiane), il capitolo si focalizzerà nella valutazione e comprensione specifica delle diverse forme di *direct lending*: ne verranno riproposte le modalità di emissione, di utilizzo, i relativi aspetti civilistici e fiscali ad oggi ed i principali vantaggi e svantaggi.

Il capitolo evolverà quindi nel seguente modo: nel paragrafo successivo verranno considerate ed analizzate tutte le diverse metodologie di *direct lending*, partendo dalle più classiche forme di *corporate bond* per finire con tutte quelle forme ibride di finanziamento che, avendo un basso livello di standardizzazione, risultano essere strumenti più flessibili e adattabili alle diverse esigenze delle imprese italiane, se confrontati ai *mini bond*.

Infine i PIR pur rientrando nelle tipologie di *direct lending*, verranno trattati separatamente al fine di valutarne le specificità, i relativi costi di emissione e l'evoluzione che stanno registrando nel mercato italiano in confronto ai mercati esteri più sofisticati.

È intuibile a questo punto come le novità introdotte dal 2012 fino ai giorni d'oggi, abbiano posto delle forti basi per l'accelerazione della disintermediazione dal credito bancario di medio/lungo termine e per sviluppare un mercato alternativo di debito promettente per le PMI.

Infatti, come si è affermato precedentemente, il *private debt* è costituito anche dal *direct lending*, ovvero dalla possibilità di finanziamento diretto delle imprese da parte di intermediari non bancari e da forme ibride di finanziamento che, incorporando sia una parte di debito che una legata all'*equity* dell'impresa in oggetto, risultano avere rendimenti maggiori.

Data l'importanza, l'evoluzione e l'ampliamento che le differenti tipologie di finanziamento del *private debt* stanno avendo in Italia, di seguito si analizzeranno quelli che sono gli strumenti fondamentali.

Obbligazioni Ordinarie

La forma di *private debt* più comune e semplice da definire è rappresentata dalle obbligazioni ordinarie.

Esse rappresentano la modalità di finanziamento base riconducibile al capitale di credito dal momento che sono titoli (al portatore o nominativi) rappresentanti frazioni di uguale valore nominale e di uguali diritti.

Scendendo nel dettaglio, le obbligazioni vengono classificate come nominative ogni volta che la società registra il possessore dell'obbligazione e gli paga direttamente il capitale finale e gli interessi.

Al contrario, vengono definite al portatore quando l'obbligazionista deve presentare innanzitutto un certificato, al fine di poter ottenere il rimborso del capitale versato, e le cedole, al fine di ricevere il pagamento degli interessi.

Il prezzo dell'obbligazione, definito corso secco, viene quotato al netto degli interessi maturati e di conseguenza l'acquirente dell'obbligazione deve pagare il prezzo base più un eventuale rateo d'interesse.

È intuibile come il regolare pagamento degli interessi da parte della società emittente dia dimostrazione agli investitori di una gestione solida ed efficiente; infatti, qualora l'impresa non dovesse pagare gli interessi sul debito, i creditori potrebbero richiedere un rimborso anticipato⁶⁸.

Al fine di imputare una parte consistente del rendimento dell'investitore sotto forma di guadagno in conto capitale, esiste la possibilità per l'impresa di emettere obbligazioni con prezzi notevolmente minori rispetto al loro valore nominale: il caso più estremo è rappresentato dagli *zero-coupon bond*, ovvero obbligazioni senza cedola che non pagano alcun interesse ed il cui rendimento è costituito semplicemente dalla differenza tra il prezzo di emissione ed il prezzo di rimborso.

In caso contrario, il pagamento degli interessi può avvenire attraverso la definizione di

⁶⁸ Una particolare categoria di obbligazioni, gli *income bond*, obbliga il debitore al pagamento degli interessi solamente se quest'ultimi sono coperti totalmente dagli utili dell'anno.

un tasso fisso o di uno variabile, che segue l'andamento di alcune variabili macroeconomiche di mercato.

Generalmente, nei titoli a tasso variabile vi è la definizione di un tasso di interesse minimo (*floor*) o massimo (*cap*); è inoltre possibile, attraverso il *collar*, definirli entrambi. Più particolare è la descrizione del *drop lock*, secondo cui al superamento del tasso di una soglia prestabilita, l'interesse si trasforma in fisso per tutta la durata futura del titolo.

Aspetti civilistici e fiscali

L'art.2420 del Codice Civile afferma che, salvo diversa previsione dello Statuto, gli amministratori possono deliberare, tramite un verbale redatto da un notaio ed iscritto nel registro delle imprese, per quanto riguarda l'emissione di obbligazioni.

I diritti principali degli obbligazionisti (inseriti nell'art.2411 del C.C) riguardano la restituzione del valore nominale alla scadenza e il pagamento periodico degli interessi, definiti come una frazione percentuale del valore totale del prestito.

Il diritto alla restituzione delle citate somme può avvenire in maniera subordinata al soddisfacimento dei diritti di ulteriori creditori sociali; invece, il valore degli interessi può dipendere sia dal *trend* economico della società stessa, sia dalla presenza di parametri oggettivi.

Questo tipo di strumento finanziario può essere emesso da società per azioni e società in accomandita per azioni; al contrario, le società a responsabilità limitata possono emettere titoli di debito.

Inoltre, le società non quotate possono emettere obbligazioni per un valore pari al doppio del capitale sociale sottoscritto, della riserva legale e delle riserve disponibili risultati dall'ultimo bilancio approvato.

Come si è riportato nel paragrafo precedente, questi limiti possono essere superati in caso di obbligazioni destinate ad essere sottoscritte da investitori professionali (soggetti a vigilanza prudenziale) e nel caso di obbligazioni destinate alla quotazione in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Per quanto concerne il regime fiscale imputabile all'emittente, l'art.4 del D.lgs. n. 147/15 abroga il precedente art.3 della c.d. "Legge Prodi" secondo il quale gli interessi passivi su obbligazioni non quotate, diventavano indeducibili al superamento di una prefissata soglia.

Quest'ultima, per le società a ristretta base azionaria, richiedeva che il tasso di rendimento

effettivo non fosse superiore al doppio del tasso ufficiale di riferimento, in caso di obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati⁶⁹ o collocati mediante offerta al pubblico, ed al tasso ufficiale di riferimento incrementato di 2/3 nelle rimanenti situazioni.

Di conseguenza a seguito della abrogazione, l'art.96 del TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi) torna a disciplinare la deducibilità degli interessi passivi con riferimento ai prestiti obbligazionari, riproponendo il limite del 30% del risultato operativo lordo derivante dalla gestione caratteristica.

Dal punto di vista del sottoscrittore, è stabilita la ritenuta fiscale del 26% sugli interessi passivi e sugli ulteriori proventi finanziari corrisposti su obbligazioni, cambiali finanziarie e titoli simili.

Inoltre, la cessione delle obbligazioni dà luogo a ricavi imponibili, se iscritte nell'attivo circolante, ed a plusvalenze imponibili o minusvalenze deducibili, se facenti parte delle immobilizzazioni finanziarie.

Il *mezzanine finance*

La peculiarità di questo particolare strumento finanziario, è quella di avere caratteristiche intermedie tra il capitale di rischio e quello di debito, ovvero esso racchiude in sé due componenti quali il debito subordinato e l'*equity kicker*.

Quest'ultimo è uno strumento che attribuisce agli investitori il diritto di acquistare azioni della società, consentendo quindi ai sottoscrittori di beneficiare di eventuali apprezzamenti del valore del capitale di rischio dell'impresa.

Questo processo fa cambiare profondamente la struttura della *governance* in quanto, qualora i creditori esercitino il diritto di conversione, gli azionisti preesistenti verrebbero affiancati da soggetti completamente estranei.

Rientrano in questo tipo di strumento le obbligazioni convertibili e le obbligazioni cum warrant, di cui si parlerà successivamente.

Fino alla prima metà del 2008 si è registrata una crescita esponenziale nel suo utilizzo ma, a seguito della crisi finanziaria, la sua appetibilità si è ridotta nel tempo.

Infatti lo strumento venne percepito come inadeguato, perché avente un profilo di rischio-rendimento non correlato a quelle che fossero le esigenze del mercato.

⁶⁹ Si fa riferimento a mercati regolamentati facenti parte degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo

Infatti, esistono una serie di svantaggi per le differenti tipologie di soggetti che sono coinvolti nell'operazione:

1. A causa del maggior rischio sopportato dai creditori *junior*, risulta essere più costoso rispetto al debito subordinato.
Bisognerebbe considerare questo strumento come fonte di finanziamento complementare al debito tradizionale, in un'ottica di razionalizzazione del passivo aziendale e del costo medio del capitale ponderato (WACC, *Weighted Average Cost of Capital*);
2. A differenza del capitale di rischio, quello raccolto tramite il debito mezzanino è a disposizione dell'azienda per un periodo limitato di tempo;
3. Per l'azienda in considerazione, gli obblighi informativi e di trasparenza diventano più stringenti, soprattutto per quanto concerne l'*internal control* ed il *risk management*;
4. Se il sottoscrittore decide di utilizzare la componente dell'*equity kicker*, gli azionisti preesistenti dovranno fronteggiare, da una parte, una diluizione delle quote partecipative con una conseguente riduzione degli utili, dall'altra l'ingresso nella *governance* aziendale di un nuovo *player* in grado di poter influenzare le decisioni dell'impresa;
5. Altri importanti limiti all'espansione di questa tipologia di finanziamento sono dati dal numero ridotto di attori attivi nel mercato, che porta ad una scarsa liquidabilità dello strumento nel mercato secondario e la poca visibilità sul mercato dei capitali.

Prima di entrare nello specifico di quelle che possono essere le differenti forme del *mezzanine finance*, è importante evidenziare come, a prescindere dalle varie considerazioni negative, ci possano essere dei vantaggi significativi dal suo utilizzo per diverse tipologie di attori, come gli azionisti, i creditori senior e gli investitori.

Dal punto di vista degli azionisti, questo strumento – soprattutto quando viene utilizzato come finanziamento sostitutivo del capitale di rischio – permette di aumentare il livello di leva finanziaria, senza intaccare quello di rischio dei creditori *senior*.

Infatti, il debito mezzanino permette di ottenere risorse aggiuntive, altrimenti non acquisibili dai finanziatori *senior* sia a causa sia dell'elevato livello di *covenants*, sia a causa

dell'alto livello di indebitamento.

Inoltre, dal momento che vi è la presenza di un periodo di “pre-ammortamento”, durante il quale non è previsto il rimborso delle rate di ammortamento, può essere utilizzato per finanziare progetti che non sono in grado di generare flussi di cassa nel breve termine.

Infatti, durante il *grace period*, il debitore può pagare solamente la quota interessi in modo da ricavare un flusso di cassa non gravato dal rimborso della quota capitale.

Infine, se utilizzato come mezzo sostitutivo dell'*equity* di un'impresa, consente di incrementare la redditività del capitale attraverso l'aumento del *leverage* e la diminuzione del WACC.

Se ci si pone dal punto di vista dell'investitore, il vantaggio principale è dato dalla possibilità di diversificare la composizione del portafoglio grazie allo sfruttamento delle differenti combinazioni di rischio-rendimento.

In secondo luogo, attraverso il pagamento degli interessi incorporati nella componente del debito, il creditore ha la sicurezza di un rendimento certo ed indipendente da quelle che possono essere le dinamiche del mercato e le conseguenti *performance* dell'impresa. Inoltre, se si confronta il *mezzanine finance* con le azioni, si ha un minor rischio a parità di rendimento: il *player*, attraverso la componente dell'*equity kicker*, ha la possibilità di mutare la sua posizione da creditore ad azionista in qualsiasi momento di apprezzamento del capitale azionario.

Infine, analizzando i vantaggi per i creditori *senior* si può dedurre che, se utilizzato come strumento di finanziamento aggiuntivo, il debito mezzanino è in grado di aumentare il *rating* e quindi il merito creditizio dell'impresa.

In questa situazione, poiché vi è un aumento dell'attivo liquidabile in caso di fallimento, senza alcuna modifica delle richieste dei creditori *senior*, la posizione di questi ultimi migliora attraverso un aumento del rapporto di capitalizzazione dell'impresa. Dall'altro lato, se utilizzato come sostituto del capitale di rischio, i creditori *senior* vedranno immutata la loro posizione e quindi il merito creditizio rimarrà invariato.

Obbligazioni Convertibili

La principale differenza con le obbligazioni ordinarie, come si è riportato per il debito mezzanino, risiede nel fatto che questo tipo di strumento può cambiare natura durante il corso della sua vita: può cominciare come una semplice obbligazione e in seguito essere mutato in azione ordinaria.

Quindi, può essere definito come un titolo di credito a tasso fisso con facoltà di modificare la posizione del possessore da creditore ad azionista.

Il numero di azioni che viene dato in cambio per ogni obbligazione posseduta è denominato rapporto di conversione, invece il prezzo di conversione è rappresentato dal valore nominale di un titolo rapportato al numero di azioni in cui può essere convertito. Infatti è uno strumento finanziario ibrido, composto da due diverse componenti:

- componente di prestito: finanziamento assimilabile all'obbligazione ordinaria, in cui vi è una remunerazione periodica (tramite il pagamento di cedole, di valore normalmente inferiore rispetto a quelle di una normale obbligazione) ed il rimborso del capitale a scadenza;
- componente opzione: facoltà di trasformare, in epoche ed a condizioni prestabilite, il rapporto di credito diventando un azionista della società emittente o di un'altra impresa⁷⁰. Possono essere pensati anche come titoli di transizione sia per l'impresa che per l'investitore.

Nel primo caso l'emittente dimostra fiducia in un rialzo futuro del titolo, esprimendo al mercato un importante segnale di positività.

I risparmiatori, dal loro punto di vista, ottengono uno strumento con un rendimento inferiore a quello di una obbligazione, ma che permette loro di entrare nei mercati azionari qualora l'andamento dei titoli fosse maggiore del prezzo di conversione, minimizzando in questo modo i rischi legati alla volatilità dei mercati borsistici.

Finalità principali e caratteristiche tecniche dell'emissione

Ritengo che si possono identificare quattro principali motivazioni per l'emissione di una obbligazione convertibile.

Quella sicuramente preponderante deriva dal fatto che può rappresentare un'alternativa all'aumento del capitale sociale se il ricorso diretto al capitale di rischio è sconsigliato sia a causa di ragioni esterne (come un'elevata complessità nel procedimento che porta all'avvicinamento della scadenza con un prezzo di emissione non riconosciuto dal mercato, per motivi non riconducibili alla capacità dell'azienda) sia a causa di ragioni interne (come possono essere modesta redditività o neo-quotazione).

Una seconda motivazione è quella di consentire la raccolta di risorse finanziarie attraverso

⁷⁰ Ci si riferisce in questo caso a modalità di conversione diretta o indiretta.

lo smobilizzo di partecipazioni e la successiva ricomposizione del portafoglio.

La società emittente, soprattutto se classificata come PMI, può utilizzare le obbligazioni convertibili come strumento di marketing al fine di innalzarne il prestigio, dimostrando la competenza del management nella gestione di operazioni complesse.

Infine è chiaro che questa forma di *direct lending* è in grado di ridurre il costo dell'indebitamento ordinario: infatti un'obbligazione convertibile, grazie alla componente opzione, può proporre un tasso di interesse più basso in quanto l'investitore accetta un rendimento minore, dal momento che riconosce il maggior valore dato dalla possibilità di beneficiare di un futuro apprezzamento del titolo.

Infatti, la cedola relativamente bassa di questo strumento risulta essere conveniente per le imprese in uno stadio di forte crescita e che quindi necessitano di fronteggiare rilevanti investimenti: l'opzione di conversione può essere ceduta al fine di ridurre gli immediati fabbisogni di cassa correlati ai costi di finanziamento.

In sintesi, l'obbligazione convertibile risulta essere valutata "a buon mercato" solamente se il valore che gli investitori attribuiscono all'opzione è maggiore del valore reale di quest'ultima.

Inoltre, per gli attori questo tipo di strumento finanziario ha senso se, come capita per le PMI, risulta essere troppo costoso valutarne il rischio o se si ritiene che il management dell'impresa non sia in grado di mettere in atto una gestione conforme al loro interesse. Per quanto riguarda le caratteristiche tecniche, si posso identificare due diverse modalità di emissione, rappresentate dal procedimento diretto ed indiretto.

Nel primo caso vi è perfetta coincidenza tra la società che emette le obbligazioni convertibili e la società le cui azioni sono poste al servizio del prestito: in questo caso l'impresa deve deliberare contestualmente l'emissione di azioni di compendio ed il relativo aumento di capitale⁷¹.

Invece, il procedimento indiretto permette di ridefinire le partecipazioni detenute in un'altra società; in questo contesto, dal momento che il soggetto emittente le obbligazioni convertibili è diverso da quello che offre le azioni in conversione, si ritiene necessaria l'interposizione di una *holding* o di un intermediario finanziario.

Nel caso in cui quest'ultimo fosse una banca, essa può operare assumendo solamente il rischio finanziario (collocando le obbligazioni sul mercato e raccogliendo i fondi) oppure

⁷¹ L'aumento di capitale non viene effettuato qualora le azioni sono già stata emesse in precedenza

incaricandosi anche di quello di conversione.

Secondo la prima modalità, se alla scadenza alcune azioni non sono state optate, il rischio rimane in capo all'emittente e l'intermediario si limita solamente a mantenere i contatti tra la società ed il mercato.

All'opposto, incaricandosi di entrambi i rischi, l'intermediario bancario usa la propria finanza per sottoscrivere l'aumento di capitale (assumendo le azioni nel proprio portafoglio) e confida che, alla scadenza, tutti i possessori dello strumento trasformino la propria posizione. Ovviamente per l'assunzione dell'ulteriore rischio di conversione, la banca si farà pagare un valore supplementare dall'emittente.

In aggiunta, al fine di dare una spiegazione dettagliata delle caratteristiche dell'operazione, è necessario considerare ulteriori variabili:

- periodo di conversione⁷²: può essere effettuato secondo il modello americano o europeo a seconda che la conversione avvenga solo alla scadenza o anche durante periodi precedenti;
- modalità di conversione: può essere totale o parziale, a seconda che l'investitore riceva in cambio solo azioni o un mix tra quest'ultime e il denaro, e regolare o frazionata, a seconda del numero di obbligazione che è possibile convertire;
- tipologia di azione di compendio: se è già in circolazione, vi sarà una variazione nella compagine societaria, se è di nuova emissione invece, l'impresa riceverà nuova finanza;
- clausola di STEP UP: deve essere chiara e predeterminata al momento dell'emissione, ed è inserita al fine di mantenere stabile il rapporto di conversione durante il tempo;
- modalità di estinzione: può avvenire tramite un piano di ammortamento, il totale rimborso alla scadenza o l'acquisto sul mercato di titoli;
- clausola di rimborso anticipato (obbligazione *call bond*): possibilità per l'emittente di terminare anticipatamente la durata del prestito obbligazionario al verificarsi di un "*trigger event*"⁷³.

⁷² Se il periodo di conversione è molto ampio, l'obbligazione può essere definita *equity related* in quanto risulta essere molto legata all'andamento del prezzo dell'azione di compendio

⁷³ Di solito, al fine di garantire un "margine di sicurezza" per la riuscita della conversione, i richiami non vengono effettuati fino a che il prezzo dell'azione non raggiunga un valore superiore di almeno il 20% rispetto a quello di richiamo

Obbligazioni cum warrant

Le imprese, invece di emettere obbligazioni convertibili, a volte preferiscono emettere un pacchetto formato da due diverse componenti: la prima è rappresentata dalle obbligazioni ordinarie, la seconda dal cd “warrant”.

Le obbligazioni cum warrant sono titoli di credito corredati dalla facoltà (warrant) di acquistare, a condizioni prestabilite relativamente al prezzo e alle modalità di esercizio della facoltà, azioni dell'emittente o di una società terza.

Quindi, i warrant sono definibili opzioni *call* a lungo termine che danno all'investitore il diritto di acquistare azioni di un'impresa.

Anche in questo caso, è chiaro come i possessori del warrant siano invogliati a pensare che il prezzo dell'azione sottostante possa aumentare rapidamente al fine di poter esercitare, in maniera vantaggiosa, il proprio diritto.

È di facile intuizione andare a derivare come le obbligazioni cum warrant e quelle convertibili condividano le stesse finalità economiche.

Entrambe le tipologie di strumenti finanziari tendono ad agevolare sia il classamento di un aumento di capitale, attraverso l'allargamento della base azionaria, sia la dismissione di partecipazioni azionarie.

Inoltre rappresentano un'ottima opportunità di diversificazione delle fonti di finanziamento e di riduzione, tramite una cedola di entità minore, del costo dell'indebitamento ordinario.

Dall'altro punto di vista, sussistono cinque particolarità fondamentali che li portano ad essere totalmente diversi.:

1. Generalmente i warrant vengono emessi privatamente: questo strumento tende ad essere maggiormente utilizzato nei collocamenti privati; di contro, le obbligazioni convertibili vengono emesse pubblicamente;
2. Il warrant possiede un'autonomia ed una negoziabilità di trattamento: è possibile conservare l'obbligazione e cedere solamente il diritto di acquisto. In questo modo il warrant può essere negoziato autonomamente e conseguentemente può avere una scadenza maggiore di quella dell'obbligazione: è intuibile dedurre che sul mercato secondario, un'emissione di obbligazioni *cum warrant*, soddisfa le esigenze anche di una categoria particolare di investitori,

ovvero i compratori del solo *warrant*⁷⁴. All'opposto quando si compra un'obbligazione convertibile è impossibile disgiungere la componente di prestito dal diritto di conversione e di conseguenza il periodo prefissato per l'esercizio del diritto non potrà essere superiore della vita del titolo

3. I warrant vengono esercitati in contante: nel momento dell'esercizio del diritto di opzione, l'investitore deve pagare in contanti; al contrario nell'obbligazione convertibile, il creditore al momento della conversione deve scambiare il proprio titolo con un numero determinato di azioni ordinarie. Ovviamente, data una diversa imputazione contabile, l'impatto sulla struttura finanziaria e sui flussi di cassa dell'impresa, è completamente diverso;
4. I warrant possono essere emessi autonomamente: dal momento che spesso vengono utilizzati dalle *investment banks* come compenso per i diversi servizi di sottoscrizione offerti (*stock option*), non è necessaria la concomitanza dell'emissione del warrant con quella dell'obbligazione.

2.4 MINI-BOND

Come si è riportato precedentemente, il capitolo per omogeneità nella modalità di analisi, ha riportato sotto un unico paragrafo quelle che sono le “più tradizionali” forme di *private debt*.

Per quanto concerne i *mini-bond* dal momento che oltre agli specifici aspetti di natura civilistica e fiscale ed alle modalità di emissione, verranno analizzate anche altre peculiarità fondamentali, l'elaborazione verrà effettuata separatamente: si darà evidenza dell'ammontare raccolto fino ad oggi, delle caratteristiche sia delle imprese emittenti che delle emissioni e della remunerazione offerta da questa nuova modalità di finanziamento.

Ancora, si mostreranno le motivazioni principali del collocamento, le strategie di impiego del capitale raccolto e del controvalore dei flussi finanziari dei *mini-bond* in scadenza nei prossimi anni.

I *mini-bond* sono titoli di debito sottoscritti da investitori qualificati e professionali ed emessi dalle imprese sul mercato mobiliare che, in cambio della raccolta del capitale, forniscono una remunerazione attraverso il pagamento di cedole.

In particolare, si prendono in considerazione emissioni da parte di società di capitale o

⁷⁴ Fonte: Ernesto Monti, “Manuale di Finanza per l'Impresa; teoria e pratica”

cooperative aventi operatività propria (ad esclusione di assicurazioni e banche) di importo massimo fino a 500 milioni di euro, non quotate su listini aperti ad investitori *retail*.

Anche se gli art. da 2410 a 2420 (per le S.p.A.) e 2483 (per le S.r.l.) del Codice Civile ne disciplinano l'emissione, fino al 2013 erano strumenti di finanziamento ad esclusivo utilizzo delle imprese quotate; ad oggi, grazie ad importanti modifiche introdotte dai vari decreti (Sviluppo, Sviluppo Bis, Destinazione Italia e Competitività) si è estesa la possibilità di emissione anche a PMI, come strumento alternativo al canale bancario.

In Italia, la focalizzazione su questo strumento alternativo è dovuta, da una parte, agli effetti negativi della crisi finanziaria, dall'altra alla diminuzione dell'offerta di credito da parte delle banche.

Aspetti civilistici e fiscali

Questo particolare strumento, per quanto concerne i limiti all'emissione, è disciplinato dall'art. 2412 del Codice Civile e rientra nella categoria dei titoli obbligazionari. Il D.L. 83/2012 - art.32, comma 26 - con riferimento al limite quantitativo di emissioni di obbligazioni da parte di società azionarie, stabilisce che *“I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni”*.

È chiaro come le modifiche contenute in questo articolo hanno come obiettivo primario la semplificazione e l'allargamento dell'attuale disciplina degli strumenti per il finanziamento delle imprese puntando, attraverso l'inclusione di soggetti emittenti fino a poco fa esclusi (come imprese non quotate, PMI...), alla stimolazione del mercato monetario e finanziario.

Si cerca di canalizzare una parte delle risorse raccolte a lungo termine verso le attività produttive delle PMI italiane, ampliando quindi le opportunità di investimento degli *institutional investors* nell'economia nazionale.

Il legislatore è intervenuto su questo tema cercando di rendere più semplice l'emissione di *mini bond* da parte delle imprese italiane che, come è noto, sono principalmente di piccole/medie dimensioni e non sono quotate sui mercati azionari.

Infatti, il requisito essenziale non è la quotazione dell'emittente, ma semplicemente dell'emissione obbligazionaria: vi è stato, come analizzato in precedenza, un allargamento dei requisiti al fine di permettere alle PMI di superare i vincoli all'emissione a

condizione che l'emissione di *mini bond* sia destinata alla quotazione in mercati regolamentari o in sistema multilaterali di negoziazione.

Per quanto riguarda l'aspetto puramente fiscale, i vari cambiamenti hanno eliminato i principali vincoli all'emissione di obbligazioni da parte di PMI consentendo, a condizione che il *mini-bond* venga poi quotato, di trarre un beneficio sia per l'emittente che per il sottoscrittore.

Per quest'ultimo infatti, al fine di agevolare le operazioni di collocamento privato – *private placement* – la modifica del Decreto Legislativo n.239/96 (introdotta dall'art. 21 comma 1 del D.L 24.6.2014) ha ampliato l'esenzione della ritenuta del 26% anche alle obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie che non siano destinate alla negoziazione in mercati regolamentati o MTF (*Multilateral Trading Facility*), a condizione che siano detenute da investitori qualificati.

In principio, l'esenzione della ritenuta del 26% era applicabile solamente in casi di emissione di *mini bond* effettuate da parte di società che non rientravano nella categoria dei cd "grandi emittenti", a patto che i titoli obbligazionari emessi venissero poi negoziati in mercati regolamentati o in MTF⁷⁵.

Dal punto di vista dell'emittente, il D.L 83/2012 (art. 32 comma 8) ha permesso, sia in caso di emissioni di cambiali finanziarie che di *mini-bond*, di eliminare la pesante disciplina riguardante l'indeducibilità degli interessi passivi provenienti da titoli obbligazionari emessi da società con ristretta base azionaria.

Possono essere fiscalmente deducibili, nell'esercizio in cui sono state sostenute, anche tutte le spese relative all'emissione delle obbligazioni, a prescindere dal criterio di imputazione utilizzato nel bilancio.⁷⁶

La deducibilità dipenderà da una serie di variabili come le caratteristiche dell'impresa emittente, la complessità dell'emissione e gli sforzi necessari per il suo collocamento. Eventuali voci di costo, nel caso di collocamento presso un investitore istituzionale, possono riferirsi a: spese notarili, richiesta codice ISIN a Banca d'Italia, certificazione del bilancio, consulenza di un *advisor* e nomina di un *arranger*, quotazione in borsa e richiesta di uno studio legale per la verifica/redazione dei diversi documenti.

⁷⁵ Fonte: R. Ippolito, A. Germani, A. D'Ugo e D. Cagnoni, "Private Equity e Private Debt per le PMI Italiane; aspetti operativi, civilistici e fiscali".

⁷⁶ Art. 32 comma 13 del D.L 82/2012

Per questo motivo è necessario evidenziare come, in un contesto come quello attuale in cui i tassi di interesse sui prestiti bancari sono ai minimi storici, i costi di collocamento giocano un ruolo fondamentale nella valutazione della convenienza economica per le imprese in caso di emissione di un *mini-bond*.

Imprese emittenti, caratteristiche delle emissioni e remunerazione dei *mini-bond*

Nel corso dell'ultimo anno 88 imprese⁷⁷ (di cui 74 per la prima volta) hanno collocato sul mercato italiano 106 emissioni di *mini-bond*⁷⁸, registrando rispetto al 2015 un aumento del 24% nel numero di società emittenti⁷⁹.

Si conferma quindi l'andamento crescente del numero di emissioni annuale, arrivando dal 2012 (entrata in vigore del Decreto Sviluppo) ad oggi, a disporre di un campione totale di 292 collocamenti.

Analizzando la tipologia di strumenti finanziari utilizzati si nota, ancora una volta, come la maggior parte sia rappresentata da obbligazioni, e solamente nell'8% da cambiali finanziarie.

Circa il 54% delle emittenti del 2016 rientra nella categoria di PMI: in aumento di quasi 10 p.p se confrontata con l'anno precedente in cui si registrava un valore del 43.3%.

Se si analizza il fenomeno dall'inizio della nascita dello strumento, le imprese emittenti che dal 2012 allo scorso anno hanno emesso *mini-bond* ammontano ad un totale di 222: la maggior parte del totale (85.6%) è rappresentata da S.p.A., a seguire le S.r.l con un valore pari all'11.3% e per finite le società cooperative e veicoli esteri, rispettivamente con il 2.2% e lo 0.9% del totale.

Il numero delle società che soddisfano i requisiti di PMI è pari a 104, rappresentante il 46.8% delle imprese.

Per quanto riguarda la dimensione delle imprese emittenti, analizzate per classe di fatturato consolidato espresso dall'ultimo bilancio disponibile, si nota come la maggior parte

⁷⁷ Di queste 88 società è interessante notare come l'84% è composto da S.p.A. (in calo del 5.4% rispetto al 2015), il 12,5% da S.r.l (vs l'8.9% del 2015) ed il restante 3.4% da società cooperative.

⁷⁸ 13 imprese hanno collocato sul mercato nello stesso momento titoli con caratteristiche diverse oppure si sono rivolte al mercato in periodi successivi

⁷⁹ Secondo la classificazione proposta dall'Osservatorio dei Mini-Bond il range considera i collocamenti di obbligazioni e cambiali finanziarie per cui:

- l'emittente è una società di capitali o cooperativa residente (o con attività dominante) in Italia;
- l'emittente non è una banca, una compagnia assicurativa e non fa parte di gruppi bancari soggetti alla vigilanza della Banca d'Italia;
- l'emittente non è un SPV avente come scopo unico di effettuare una cartolarizzazione o un'acquisizione;
- il valore massimo dell'emissione è di 500 milioni di euro;
- il titolo non è quotato sul mercato regolamentato, aperto agli investitori *retail*

(il 20%) sia quella inclusa nel range tra 100 e 500 milioni di euro, il 18% tra quelle fra 50 e 100 milioni di euro e solamente 40 imprese registrano un ricavo inferiore di 10 milioni di euro.

Dal 2015 al 2016 si è registrata una riduzione del valore medio del fatturato: infatti le imprese emittenti aventi un ricavo tra i 10 e i 25 milioni di euro e tra i 25 e i 50 milioni di euro sono relativamente raddoppiate (da 10 a 20) e aumentate del 3%.

Allo stesso modo, quelle con fatturato maggiore (oltre i 500 milioni di euro) sono sensibilmente diminuite.

La figura sottostante mostra come vi sia una correlazione positiva tra fatturato dell'impresa emittente e controvalore dell'emissione, in termini di valore nominale del collocamento.

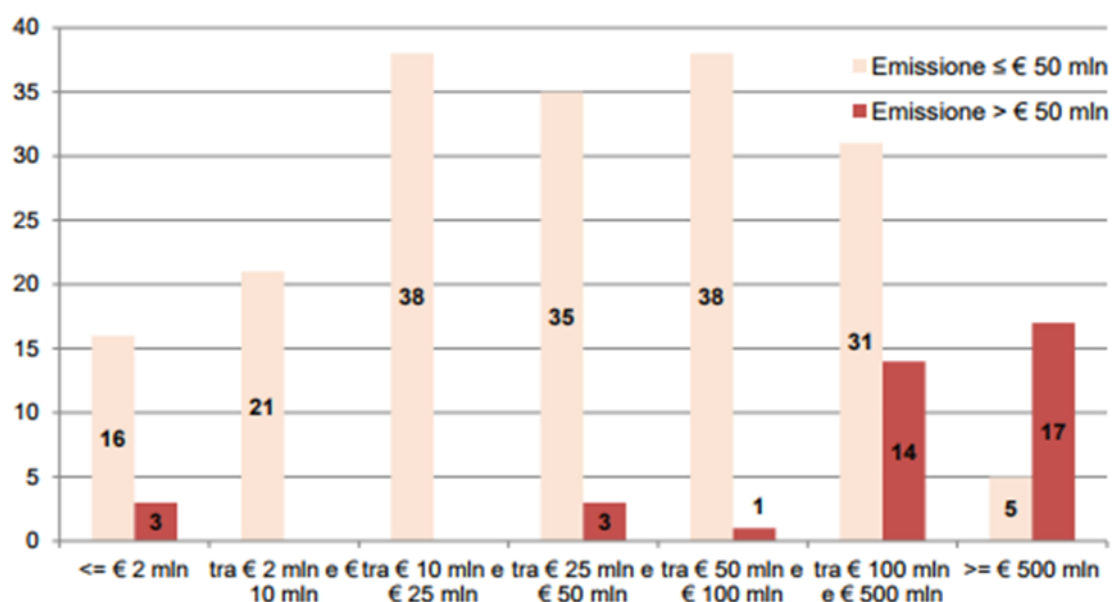


Figura 10 Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato. Fonte: 3° Report Italiano sui Mini-Bond

Le società con classe dimensionale maggiore tendono ad emettere *mini-bond* per un taglio superiore ai 50 milioni di euro, anche se si ha l'evidenza di 25 imprese per cui il valore di emissione è di gran lunga superiore rispetto a quello del proprio fatturato.

È inoltre interessante analizzare il trend evolutivo nel controvalore delle emissioni da novembre 2012 fino a dicembre 2016: il valore nominale totale raggiunto è pari a 11.537 miliardi di euro, di cui 3.569 miliardi di euro accumulati solamente nell'ultimo

anno (+50,4% rispetto al 2015).

In questo contesto, le PMI hanno effettuato 148 emissioni (raccogliendo un valore di 1.281 miliardi di euro) contro le 144 effettuate da grandi imprese.

Inoltre è importante considerare il fatto che la maggior parte delle stesse, il 91.1% dei casi, è avvenuta da società che non sono già quotate su un mercato borsistico azionario.

Per quanto riguarda la *duration* di questa tipologia di strumento, la maggioranza dei *mini-bond* ha una scadenza compresa tra i 4 e i 5 anni, anche se negli ultimi anni il trend ha registrato una certa variabilità: si ha l'evidenza di 37 "*mini-bond short term*" con scadenza inferiore ad un anno ed altri 44 titoli con una superiore ai 7 anni.

Questo allungamento nella durata temporale può anche scaturire dal fatto che le imprese, in una situazione di mercato in cui i tassi di interesse sono molto bassi, stanno cercando di sfruttare i *mini-bond* per ottenere un finanziamento a medio/lungo termine.

In aggiunta appare che negli ultimi anni il rimborso del capitale avvenga principalmente tramite la modalità di ammortamento nel tempo (al contrario di quella *bullet*⁸⁰): questo permette all'investitore di diminuire la volatilità del titolo e di distribuire il finanziamento su diversi esercizi.

La remunerazione dei *mini-bond* avviene attraverso il pagamento di una cedola (a scadenze differite) che può essere fissa oppure variabile, ossia indicizzata ad un particolare parametro di mercato⁸¹: ovviamente l'investitore riesce ad ottenere un *Internal Rate of Return* (IRR) maggiore qualora il pagamento degli interessi avviene in maniera anticipata rispetto al costo opportunità del capitale.

In conclusione, a sostegno dell'importanza che questa modalità di finanziamento sta avendo nel tempo, la figura n° 11 riporta il controvalore totale dei flussi finanziari dei *mini-bond* in scadenza nei prossimi anni.

⁸⁰ Modalità *bullet*: il rimborso del capitale avviene contestualmente alla scadenza del titolo. Si tratta della modalità di rimborso privilegiata dalla società di grandi dimensioni, dalle società finanziarie e dalle società quotate in Borsa.

⁸¹ Cedola Fissa: valore medio del 5,4%; il suo valore può variare in relazione a fattori come ad esempio la scadenza del titolo, il rischio di insolvenza ed il premio di illiquidità.
Cedola Variabile: generalmente viene utilizzato l'EURIBOR (*Euro Inter-Bank Offered Rate*), tasso di interesse interbancario rappresentativo dell'equilibrio attuale del mercato monetario.

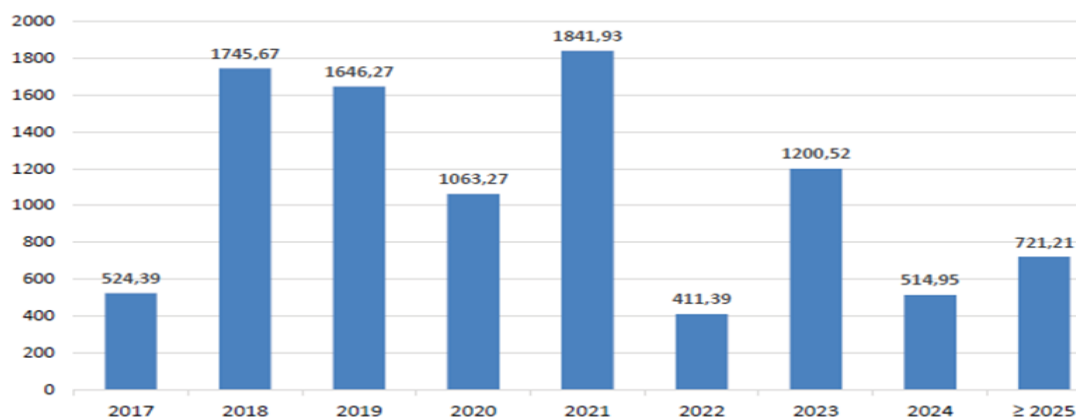


Figura 11 Controvalore totale delle emissioni di mini-bond nei prossimi anni. Fonte: 3° Report Italiano sui Mini-Bond

Questo dimostra come l'industria dei *mini-bond* offra una importante opportunità di finanziamento per le imprese italiane: già durante il prossimo anno è previsto un valore di rimborso di circa 1,7 miliardi di euro e nel 2021 un fabbisogno di circa 1,8 miliardi di euro.

Motivazioni del collocamento e strategie di impiego del capitale raccolto

La figura (n°12) sottostante mostra le principali motivazioni, divise tra PMI e non PMI, che hanno spinto le imprese a raccogliere risorse finanziarie attraverso l'emissione dei *mini-bond*.

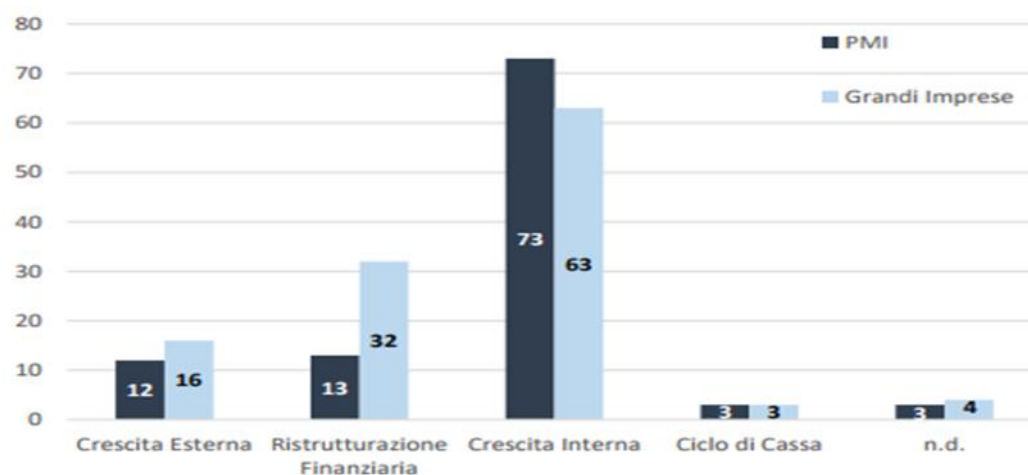


Figura 12 Finalità dell'emissione di mini-bond. Fonte: 3° Report Italiano sui Mini-Bond

Si nota come la principale motivazione (dichiarata dal 62% delle imprese analizzate) sia il finanziamento della crescita interna: le imprese raccolgono risorse finanziarie al fine di

supportare gli investimenti in ricerca e sviluppo per valutare nuovi prodotti o nuovi mercati in cui espandersi.

Al secondo posto, per il 20.5% dei casi, vi è la necessità di utilizzo come metodo di ristrutturazione finanziaria del passivo: si cerca in questo modo di riorganizzare il mix di finanziamenti ottenuti da terzi al fine di rimborsare in maniera efficiente i debiti a breve termine.

Invece, il 13% delle imprese analizzate ha dichiarato come l'obiettivo di finanziamento della crescita esterna sia di fondamentale importanza: in questo contesto si cercano risorse al fine di finanziare eventuali operazioni straordinarie di M&A.

Come ultima motivazione, sostenuta solamente da meno del 5% delle imprese, si ha quella di finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa: tramite l'emissione di *mini-bond* le società cercano di finanziare l'attivo circolante, attraverso un *matching* tra crediti e debiti a breve termine.

È evidente come l'obiettivo di crescita interna sia predominante per il 70% delle PMI considerate nel campione; al contrario, le imprese di grandi dimensioni utilizzano l'emissione di *mini-bond* al fine di ristrutturare il debito.

2.5 I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO (PIR)

I Piani Individuali di Risparmio, introdotti dalla legge di bilancio 2017, sono uno strumento di investimento di medio/lungo termine, dedicato agli investitori *retail* con l'obiettivo primario di indirizzare le risorse finanziarie verso le PMI.

La motivazione fondamentale che ha portato allo sviluppo di questo strumento è quella di stabilire un forte incentivo fiscale in grado di veicolare, in maniera stabile e duratura nel tempo, il risparmio delle famiglie verso investimenti produttivi in grado di sostenere la crescita delle imprese italiane.

In questo contesto è fondamentale il ruolo degli intermediari finanziari e delle imprese assicurative in quanto svolgono un ruolo di player nella gestione della fiscalità e nell'investimento degli stessi: si ottiene una diversificazione del portafoglio con una conseguente riduzione del livello di rischio.

Quindi, la principale innovazione di quest'anno, attuata tramite l'ultima legge di bilancio, è stata l'introduzione di un regime di esenzione fiscale per i redditi di capitale e per quelli diversi ottenuti da persone fisiche a seguito di un investimento derivante in

piani individuali di risparmio a lungo termine⁸².

Ovviamente ci sono delle condizioni che gli investitori devono rispettare al fine di poter beneficiare dell'esenzione fiscale: i PIR devono essere tenuti in portafoglio per almeno 5 anni e devono investire nel capitale di imprese italiane ed europee per un valore compreso tra il range di 30.000 euro l'anno e 150.000 euro nei 5 anni.

Come accennato in precedenza, una volta raccolto il capitale, gli istituti finanziari (intermediari finanziari e società assicurative) devono garantire l'investimento delle somme in un'ottica di diversificazione del portafoglio.

Andando ad analizzare in maniera più dettagliata i tecnicismi ed i vincoli che devono essere rispettati al fine di poter beneficiare del vantaggio fiscale dall'investimento si nota che:

1. Per i 2/3 di ciascun anno solare, almeno il 70% delle somme o dei valori destinati nel PIR, devono essere investiti in strumenti finanziari anche non negoziati in mercati regolamentati o nei MTF, emessi o stipulati con imprese⁸³ che sono residenti in Italia o in Stati dell'UE o in Stati inclusi nell'Accordo sullo Spazio Economico Europeo con sede stabile in Italia;
2. Il 30% del 70% analizzato al punto precedente, ovvero il 21%, deve essere investito in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle incluse nell'indice FTSE MIB della Borsa Italiana o in indici simili di altri mercati regolamentati;
3. Al fine di garantire la diversificazione del portafoglio, vi è un limite massimo del 10% che può essere investito in strumenti finanziari emessi/stipulati con lo stesso soggetto, o con una società dello stesso gruppo;
4. Il limite del 10% è valido anche per quanto concerne la detenzione di conti correnti e depositi;
5. Anche le quote o azioni degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) sono considerati investimenti qualificati, se effettuati secondo i limiti specificati nei punti sopra riportati.

⁸² Una persona fisica non può avere più di un PIR a lungo termine e ciascun PIR non può avere come titolare più di una persona fisica

⁸³ Si tratta di imprese che svolgono un'attività diversa da quella immobiliare

Dal momento che vi è l'obbligo di detenzione dello strumento finanziario per almeno 5 anni i redditi realizzati attraverso una cessione anticipata e quelli ottenuti durante il periodo di investimento, sono soggetti ad imposizione fiscale secondo le regole comuni, congiuntamente con il pagamento degli interessi⁸⁴.

Analizzando il comma 2 della Legge di Bilancio 2017, il legislatore nella definizione generica di strumenti finanziari non è stato abbastanza chiaro nell'esplicitare se l'investimento nei PIR da parte di investitori *retail* possa includere o meno anche strumenti di debito e non solo limitarsi alla componente azionaria.

Questo aspetto è stato risolto definitivamente all'interno del DL 50/2017, chiarendo una volta per tutte che i PIR possono investire non soltanto in strumenti di *equity* ma anche in quelli di debito.

La conseguenza fondamentale legata a questa esplicitazione è il fatto che, così facendo, molte risorse potranno affluire anche nei fondi di *private debt*. Questi ultimi, essendo uno strumento molto recente, possono avere uno sviluppo cospicuo.

L'altro aspetto importante riguarda il fatto che all'interno della manovra citata è stato previsto che anche gli investitori istituzionali (Casse di Previdenza e Fondi Pensione) possano investire non solo direttamente negli strumenti finanziari, ma anche indirettamente attraverso i PIR: si dà, in questo modo, uno spazio sempre maggiore allo strumento che, pur essendo nato come destinato al pubblico *retail*, adesso si amplia a ricomprendere anche gli istituzionali.⁸⁵

In sintesi, le modifiche apportate dal DL 50/2017 con riferimento ai PIR sono da considerarsi assolutamente positive: da una parte è stato chiarito che l'investimento non è riconducibile solamente agli strumenti di *equity* ma include anche tutto il mondo del debito, dall'altra parte è stata introdotta la possibilità per gli *institutional investors* di investire indirettamente nel mercato tramite i PIR, ampliando di conseguenza lo spettro dei possibili utilizzatori ed il loro sviluppo nel mercato italiano⁸⁶.

In conclusione è interessante considerare il fatto che all'estero, al contrario del contesto italiano, i *mini-bond* sono sottoscrivibili anche dagli investitori individuali.

⁸⁴ Non vi è l'applicazione di sanzioni; inoltre in caso di rimborso anticipato, le somme ottenute vengono reinvestiti, entro un periodo di 90 giorni, negli strumenti finanziari sopra descritti

⁸⁵ Fonte: intervista al Dottor. A. Germani e R. Ippolito del 14 giugno 2017 "Come funzionano i PIR – Piani Individuali di Risparmio).

⁸⁶ Fonte: A. Germani, F. Mariotti (2017); "PIR e investimenti a lungo termine di casse e Fondi Pensione: nuove misure di incentivo fiscale a favore delle PMI", La gestione straordinaria delle imprese, Eutekne, 3/2017.

Quindi i PIR, potendo investire in *mini-bond*, sembrano ad oggi costituire la “strada italiana” attraverso la quale poter arrivare, in maniera indiretta, al pubblico *retail*.

Analisi del debutto, costi di emissione ed effetti sulle imprese quotate in Borsa: rischio “bolla”?

Dal loro debutto con l'introduzione della legge di bilancio 2017, i numeri registrati sul mercato italiano sono sorprendenti: dal mese di gennaio 2017 fino a metà anno si sono raccolti attraverso i Piani Individuali di Risparmio circa 5 miliardi di euro, rendendo sempre più attuabile l'obiettivo dei 10 miliardi di euro previsto entro la fine di questo anno.⁸⁷ A conferma di questo *trend* in rialzo, si riportano le stime generalmente ottimistiche dei diversi operatori⁸⁸; ad esempio Eurizon, società di gestione del risparmio facente parte del gruppo Intesa San Paolo, è riuscita a raccogliere 800 milioni di euro.

Inoltre con il trascorrere del tempo, il numero di prodotti disponibili agli investitori si sta ampliando notevolmente: ad oggi si registrano 35 fondi disponibili, di cui 15 esistenti già a fine marzo.

Per quanto riguarda le performance ottenute dai singoli gruppi nel primo trimestre del 2017, l'ammontare maggiore di 388 milioni di euro è stato raccolto da Société Générale, seguita da Mediolanum ed Intesa San Paolo per valori rispettivamente di 296 milioni di euro e 222.3 milioni di euro; risultati “minori” sono stati registrati da Pioneer ed Arca per circa 80 milioni di euro.

L'enorme successo ottenuto da questo particolare strumento di finanziamento, ha portato il Ministero dell'Economia a rivedere a rialzo la stima di afflussi finanziari sulla raccolta dei PIR per l'anno in corso, ammontando ad un valore di 10 miliardi di euro.

Anche Equita SIM ed Intermonte, *investment banks* italiane, hanno modificato a rialzo le stime sulla raccolta di fondi ottenibile nel 2017: la prima ha annunciato un rialzo dell'84% (passando da 1.6 a 10 miliardi di euro) ed evidenziando che si potrebbe arrivare a quota 55 miliardi di euro entro il 2021.

Secondo Intermonte invece, i PIR riusciranno a raggiungere un valore di raccolta pari a 9.8 miliardi di euro nel 2017, 11.5 nel 2018, fino ad arrivare a fine quinquennio con un ammontare totale raccolto di 67.6 miliardi di euro.

⁸⁷ Fonte: www.ilsole24ore.com “Risparmio, PIR a quota 5 miliardi. Ecco le opportunità ed i rischi”.

⁸⁸ Fonte: www.ilsole24ore.com “Debutto boom per i Piani individuali di Risparmio (PIR)”

Per quanto riguarda gli effetti che i PIR stanno avendo sulle imprese in cui questi fondi investono e sulla borsa, si registra che in 4 mesi i volumi sulle *small cap* e sul segmento Star sono raddoppiati, mentre quelli sul segmento AIM (*Alternative Investment Market*) sono circa quadruplicati.

Infatti, la crescita dei prezzi dei titoli delle società con piccola/media capitalizzazione sussiste ed è evidente: da inizio anno il Ftse Small Cap è aumentato del 27%, l'AIM del 23% mentre l'indice Ftse Mib è rimasto a 12%.

Se si va ad analizzare in maniera più dettagliata il mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI con un alto potenziale di crescita, i 3 settori con performance migliore sono stati quello dei servizi (+162%), quello delle Telecomunicazioni (+107%) e quello dell'Industria (+96%).

Anna Lambiase, amministratore delegato di IR TOP⁸⁹, sottolinea che *“L'effetto PIR ha generato un selettivo afflusso di risorse sui titoli small cap già quotati e potrà favorire nuove operazioni di IPO (Initial Public Offers) e di secondario”*.

Nonostante tutti gli aspetti positivi riportati in precedenza ed il boom in Borsa per i PIR, è doveroso elencare anche quelli che sono i rischi e gli aspetti negativi legati a questo nuovo strumento di finanziamento.

Se da una parte c'è chi sostiene che parlare del rischio di una bolla speculativa, con un'offerta non in grado di coprire la domanda e prezzi fuori controllo, risulta essere ancora estremamente prematuro, dall'altra parte c'è chi sostiene che il rischio sussiste ed è latente e non dovrebbe essere sottovalutato.

Infatti come riporta un articolo del Sole 24 ore sull'argomento in questione i PIR, grazie al loro enorme vantaggio fiscale, stanno raccogliendo un ammontare di risorse maggiore di quello che il mercato attuale delle piccole e medie imprese italiane sia in grado di ricevere: si analizza che, se le previsioni per i primi cinque anni dovessero attuarsi, i fondi in questione potrebbero arrivare a detenere circa il 30% del flottante delle *small* e *mid cap* di Piazza Affari.

Gli analisti sostengono che l'unico modo per evitare il problema e per rendere virtuoso e sostenibile nel tempo il mercato dei PIR, sia quello di aumentare il numero di società in borsa che necessitano di raccogliere nuovo capitale: ad oggi c'è chi richiede un beneficio

⁸⁹ Società leader in Italia nella consulenza specialistica di Investor Relations, Capital Markets (Quotazione in Borsa, Corporate Finance, Valutazione d'Azienda) per società quotate e PMI private.

in termini di costo per la quotazione o un'ulteriore semplificazione delle procedure.

Un altro punto di attenzione sottolineato da una stima di Intermonte Advisory e Gestione è collegato alla qualità ed all'affidabilità dei titoli ed alla copertura fornita agli investitori da parte di analisti finanziari qualificati: risulta infatti che solamente una società su quattro di quelle che investono in PIR sia seguita da minimo tre *broker*.

È necessario di conseguenza affidarsi a gestori domestici, con presenza sul mercato italiano da numerosi anni, aventi *skills* e *expertise* su segmenti tipicamente poco conosciuti e poco studiati a livello mondiale come le *mid-small cap* italiane ma allo stesso tempo rappresentanti una *asset class* di eccellenza e con ottime opportunità di sviluppo.⁹⁰

Un'altra importante variabile su cui riflettere con riferimento ai PIR, lasciando da parte la considerazione sul rischio paese⁹¹ ed ipotizzando che quest'ultimi si collochino all'interno di un'*asset allocation* stabile e diversificata in termini di rischio, riguarda il livello di commissioni richiesto.

Infatti è interessante riportare la domanda posta in merito da Raffaele Zenti, head of Finance and Data Analysis di AdviseOnly⁹²: “Dal momento che i PIR sono esentasse, fino a quale livello di commissioni (Total Expense Ratio, TER⁹³) esso risulta essere conveniente rispetto ad un investimento concorrente?”.

Innanzitutto bisogna considerare tre diverse variabili:

- le commissioni del PIR, per semplificare si analizza solamente il TER;
- le commissioni dell'investimento alternativo;
- la performance lorda (al netto delle tasse) dei due investimenti⁹⁴

⁹⁰ Fonte: Intermonte Advisory e Gestione; “Focus su mid-small cap italiane e PIR”

⁹¹ I PIR intrinsecamente posseggono una forte esposizione al rischio Italia

⁹² Piattaforma online che fornisce soluzioni e strumenti necessari per la gestione degli investimenti personali

⁹³ Include le commissioni di *performance*

⁹⁴ In questa analisi viene ipotizzata identica per entrambi i tipi di investimento

In ogni modo, si può provare a rispondere alla domanda attraverso l'analisi del grafico sottostante:

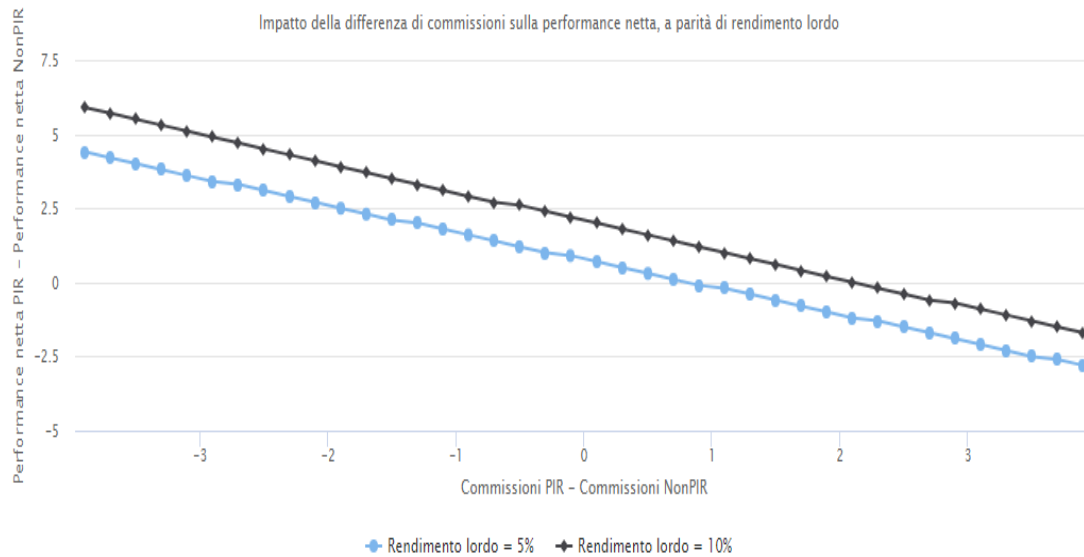


Figura 13 Analisi costi di commissione/rendimento PIR vs titolo obbligazionario Non PIR

Sull'asse orizzontale è calcolata la differenza tra le commissioni dei due diversi investimenti (quello in PIR e quello alternativo): la commissione del primo è minore di quella del secondo ogni qual volta il numero è negativo; viceversa, la stessa risulta essere maggiore se ci si sposta verso i quadranti di destra.

Invece, sull'asse verticale è espressa la differenza tra la performance netta tra i due strumenti finanziari: per i valori positivi il PIR risulta essere più performante dell'investimento alternativo.

Nel grafico sono disegnate due linee: quella azzurra è rappresentativa di un rendimento lordo annuo del 5%, l'altra corrispondente al 10%.

Poiché l'aliquota fiscale viene applicata al guadagno, il livello di convenienza dipende dalla performance lorda: maggiore è il guadagno ottenuto, maggiore è il risparmio fiscale associato all'investimento, maggiore è la convenienza del PIR.

È facilmente intuibile come, dal momento le due linee sono inclinate negativamente, a parità di rendimento lordo, più elevate sono le commissioni richieste dall'investimento in PIR, tanto minore è l'*extra performance* dello stesso.

Al fine di individuare il momento in cui l'investimento in PIR diventa più conveniente, è necessario individuare il punto in cui ogni linea interseca l'asse orizzontale, andando poi ad analizzare a quale differenza commissionale corrisponde.

Analizziamo due differenti casi:

- 1) Rendimento loro del 5%: se il PIR ha una commissione pari al 2.5%, risulta essere meno conveniente dell'investimento alternativo, qualora quest'ultimo avesse una commissione di circa l'1% minore;
- 2) Rendimento lordo del 10%: in questa situazione il PIR risulta essere molto più remunerativo; infatti, anche con una commissione alta (es.3%) continua ad essere più conveniente di un investimento alternativo avente una commissione dell'1%.

In sintesi, risulta evidente come il PIR mostra un elevato margine di convenienza ma contestualmente, include alte commissioni di gestione.

2.6 PRIVATE DEBT E PRIVATE EQUITY: DUE MERCATI A CONFRONTO

È quindi chiaro come il legislatore, tramite una serie di riforme importanti, abbia cercato di agevolare e facilitare l'ingresso diretto delle imprese nel sistema di credito, in modo da ridurre la cronica dipendenza dal sistema bancario.

Una volta analizzati dettagliatamente i differenti strumenti di finanziamento facenti parte del *private debt*, la seconda parte del capitolo punta a dare un'evidenza quantitativa della portata che questa nuova modalità di finanziamento sta avendo nel nostro contesto.

Il paragrafo analizzerà in maniera separata l'attività di raccolta e quella di investimento, confrontandone l'ammontare con la più classica e tradizionale attività effettuata dai fondi di *private equity*, al fine di evidenziarne la complementarità e le possibili sinergie.

Fundraising Activity

Prima di analizzare l'ammontare raccolto nel mercato al fine di semplificare la lettura e l'interpretazione dei dati, è necessario riportare alcuni chiarimenti per quanto riguarda la metodologia utilizzata.

Con riferimento all'attività di *fundraising* effettuata nell'ambito del *private debt* è importante sottolineare che essa prende in considerazione solamente gli operatori indipendenti, come SGR ed *Investment Company*, che canalizzano la loro attività nel mercato italiano. Nel dettaglio, nel corso dell'anno 2016, si è registrata una crescita sorprendente del *private debt* nel mercato italiano, se comparata rispetto a quella ottenuta negli anni precedenti: si è raggiunto l'ammontare investito più alto da quando ha avuto inizio l'attività, delineandosi come una realtà solida e complementare rispetto a quella del *private equity*. La figura n°14 mostra che se analizziamo il dato in maniera cumulata, dal 2013 al 2016

sul mercato italiano sono stati raccolti complessivamente 1.431 milioni di euro: evidenziando in soli 3 anni un aumento del 532%.

Più nello specifico, dal 2015 vi è stato un incremento del 65% nella raccolta arrivando a registrare un valore di circa 632 milioni di Euro⁹⁵ e vedendo la presenza di ben 9 operatori, in confronto ai soli 4 intervenuti alla fine dell'anno precedente.

Per quanto riguarda l'origine dei capitali, con riferimento alle fonti della raccolta, solo l'8% è rappresentato da investitori istituzionali esteri, mentre il 92% (parte preponderante) è rappresentata dalla componente domestica.

Se si prende in considerazione la distribuzione di queste fonti di raccolta, si desume che:

- il 26% proviene dalle banche;
- seguono, senza grandi scostamenti, i fondi di fondi (19%), le assicurazioni (15%) e i fondi pensione e casse di previdenza (14%);
- percentuali molto basse vengono registrate da fondazioni bancarie, fondi di fondi privati e investitori industriali.

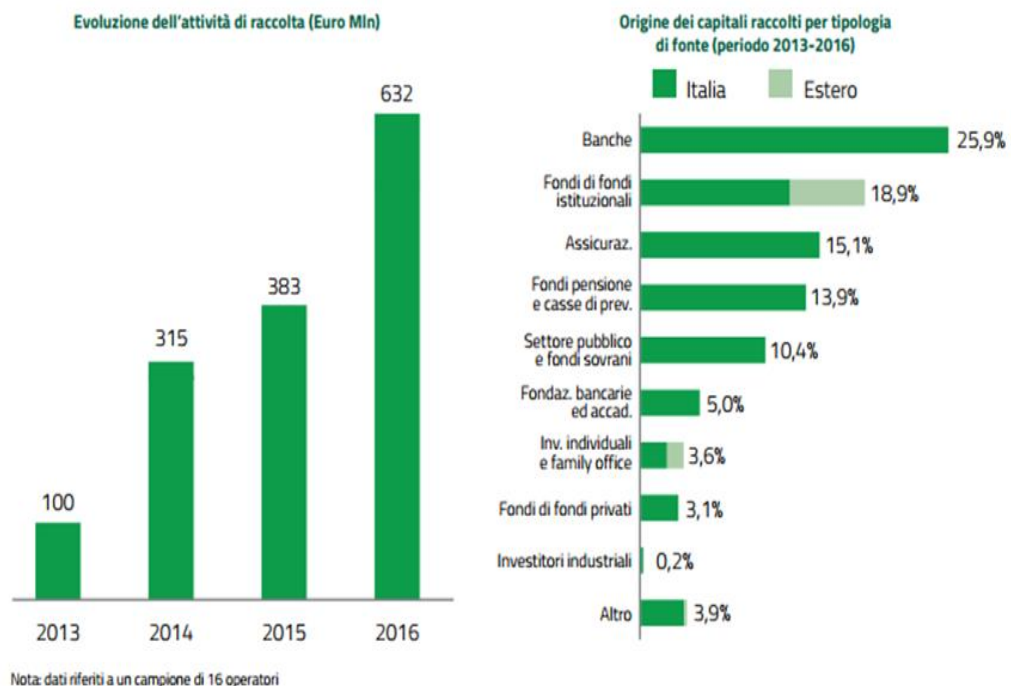


Figura 14 Evoluzione e Origine dell'attività di raccolta sul mercato. Fonte: AIFI

⁹⁵ L'attività di *fundraising* riguarda operatori indipendenti con focalizzazione specifica di investimenti sul mercato italiano (SGR e *Investment Company*). Non vengono inclusi operatori internazionali

Analizzando solamente il 2016, quasi la metà della raccolta dell'anno (43%) è riconducibile al fondo di fondi di *private debt* di Fondo Italiano di Investimento SGR, di cui si tratterà in maniera specifica nell'appendice al capitolo, mentre il restante 21% e 12% sono imputabili rispettivamente a banche e assicurazioni.

Dall'altro lato se si considera l'attività di raccolta del *private equity* l'analisi, coerentemente con la metodologia utilizzata per valutare il *private debt*, prende in considerazione due tipi di operatori diversi: quelli indipendenti aventi un focus specifico di investimento sul mercato italiano (come SGR ed *Investment Company*) e quelli cosiddetti "*captive*", ossia che non effettuano autonomamente l'attività di raccolta ma ricevono i capitali dalla *holding*. Al lato opposto nelle statistiche riproposte, ed in accordo con la ricerca effettuata da AIFI in collaborazione con la società di consulenza PWC⁹⁶, nell'attività di raccolta non vengono inclusi gli operatori internazionali, ad eccezione dei casi in cui essi ricevano da *institutional investors* capitale da destinare specificatamente al mercato italiano. La figura sottostante (n°15), mostra l'evoluzione delle risorse raccolte dal 2012 al 2016: nell'ultimo anno, a causa del *closing* di alcuni importanti fondi italiani, vi è stata una riduzione del 39%, passando da un ammontare di 2.833 a 1.714 milioni di euro. La raccolta di capitali sul mercato finanziario effettuata da parte di operatori indipendenti, dal 2015 al 2016 ha subito un calo di quasi il 50%, passando da un ammontare di 2.487 mln ad uno di 1.313 ml di euro.

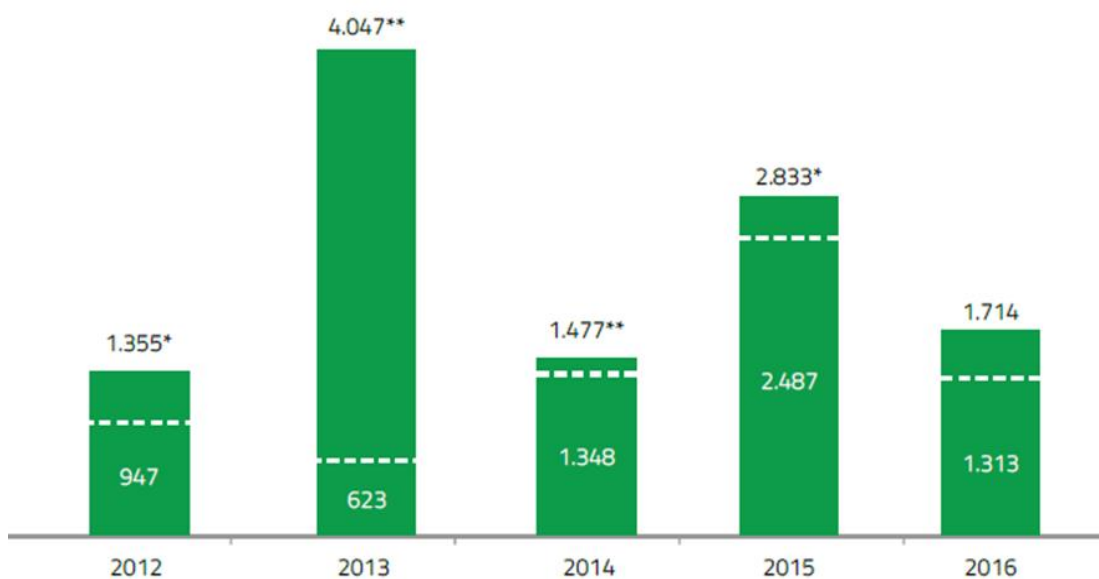


Figura 15 Evoluzione dei capitali raccolti. Fonte: AIFI

Focalizzandosi sull'ultimo anno di analisi disponibile, è possibile evidenziare specificamente la provenienza dei capitali raccolti nel 2016.

La raccolta sul mercato è il metodo preponderante tramite cui si reperiscono risorse finanziarie: infatti dei 1.714 milioni di euro totali, il 77% è dovuto a questa attività (con un ruolo preponderante da parte delle SGR – 1.011 milioni di euro su un valore totale di 1.313) ed il restante 23% è capitale fornito dalla capogruppo.⁹⁷

Investment Activity

Con riferimento all'attività di investimento, l'analisi prende in considerazione i differenti strumenti di finanziamento inclusi nel *private debt* di cui si è parlato precedentemente, ossia le sottoscrizioni di obbligazioni corporate (*bond*), i finanziamenti e gli strumenti ibridi, come le obbligazioni convertibili, gli strumenti finanziari partecipativi e le cambiali finanziarie⁹⁸.

Dall'inizio dell'attività, sul mercato italiano si sono svolte 128 operazioni, distribuite su 85 società, ed effettuati investimenti per un valore pari a circa 707 milioni di euro. A differenza di quella di raccolta, l'attività di investimento per il *private debt* è iniziata nel 2014 e, come si può vedere dalla figura n° 16, nel primo anno si sono effettuate 20 operazioni (con netta maggioranza dell'attività domestica) per un ammontare di 128 milioni di euro.

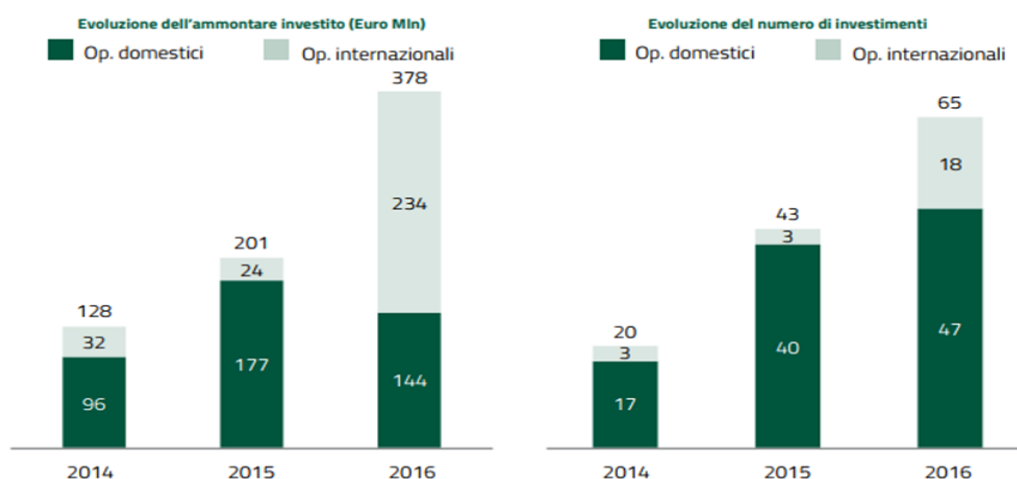


Figura 16 Evoluzione dell'attività di investimento. Fonte: AIFI

⁹⁷ Il valore dell'attività di *fundraising* nel nostro mercato viene sottostimato dal momento che nella metodologia di analisi non vengono considerati gli operatori internazionali con base stabile nel nostro Paese. Se le risorse di questi ultimi fossero considerate, nel 2016 si arriverebbe ad un ammontare di 3.488 milioni di euro.

⁹⁸ Fonte: AIFI "Il mercato italiano del *Private Debt*"

Anche gli investimenti dei Fondi di *private debt* sono aumentati in misura importante: nel 2015 il numero di operazioni è più che raddoppiato, registrando un aumento del 58% nel valore dell'ammontare raccolto.

Nell'ultimo anno di analisi il trend positivo è stato confermato, infatti sono stati effettuati 378 milioni di euro di investimenti vedendo coinvolte 65 operazioni: rispetto all'anno precedente vi è stato un aumento dell'87% relativamente all'ammontare di investimenti e del 51% in termini di numero di operazioni.

Se prendiamo in considerazione solamente l'ultimo anno, il 72% del totale delle operazioni è stato fatto da investitori italiani e, in termini di ammontare investito, i fondi istituzionali hanno rappresentato il 62% del totale.

La figura n°17 mostra sia la distribuzione di questi strumenti, sia la dimensione delle sottoscrizioni nel biennio 2014 – 2016.

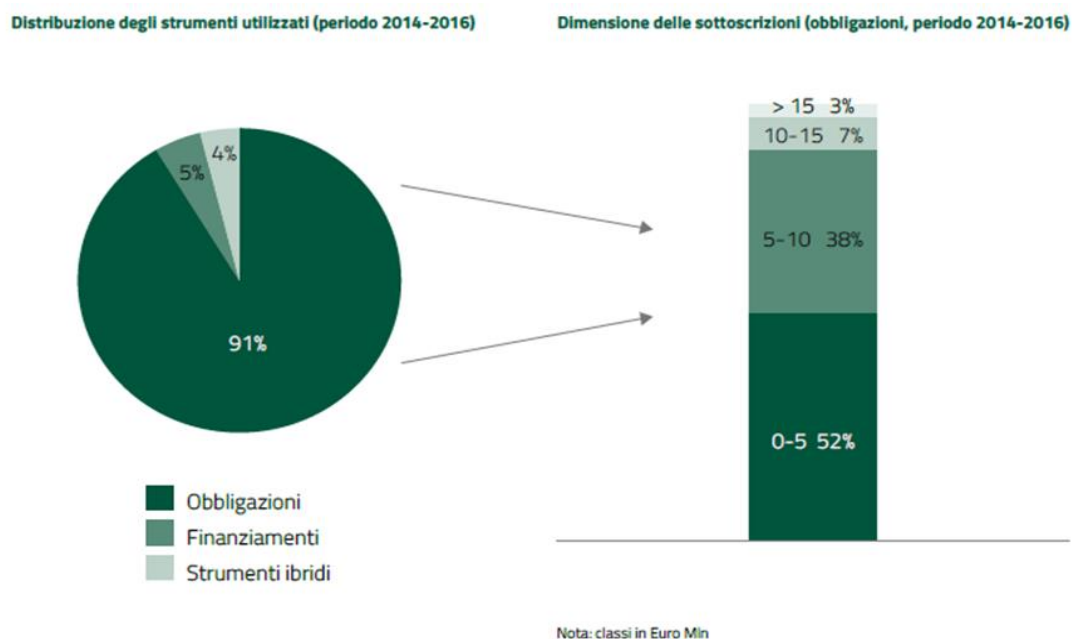


Figura 17 Caratteristiche dell'attività di investimento. Fonte: AIFI

Le obbligazioni, con una percentuale del 91%, sono stati gli strumenti più utilizzati, a seguire i finanziamenti (5%) e per ultimi gli strumenti ibridi (4%).

Dal momento che le obbligazioni rappresentano la parte preponderante è necessario analizzarle in maniera più dettagliata: in media, la *duration* di questi strumenti è poco meno di 6 anni e, nel 90% dei casi, la dimensione delle sottoscrizioni è stata fatta per un ammontare inferiore ai 10 milioni di euro.

Più nello specifico, la parte preponderante ha riguardato operazioni per una taglia inferiore ai 5 milioni di euro (52%) e la percentuale minore di sottoscrizioni (3%) è stata caratterizzata da operazioni di un taglio maggiore di 15 milioni di euro.

L'importanza del *private debt* come forma di finanziamento e sviluppo delle PMI si può intuitivamente dedurre dal fatto che, nel 60% dei casi, la sottoscrizione sia stata contestuale alla quotazione sul mercato nel segmento ExtraMOT PRO⁹⁹: per il 33% si è trattato di strumenti di nuova emissione, il rimanente 7% di strumenti già negoziati in precedenza su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione.

Un altro dato che segnala l'accelerazione dell'industria è riflesso nel fatto che nel 2014 i Fondi di *private debt* hanno finanziato 19 aziende, 33 nel 2015, 35 nel 2016 e già 5 quest'anno, per un totale di 92 operazioni.

In generale, il totale di operatori attivi¹⁰⁰ in questo campo è raddoppiato nell'arco di un solo anno, da 6 a 12, evidenziando come questo nuovo strumento di finanziamento si stia espandendo velocemente e come abbia ancora ottime opportunità di crescita nel mercato italiano.

In linea di massima, gli operatori gestiscono fondi chiusi di diritto italiano, infatti il 71% è rappresentato da Società di Gestione del Risparmio (SGR) ed il restante 29% da soggetti internazionali.

Inoltre, con riferimento alle caratteristiche delle società target ed ai settori di attività si evidenzia come la maggior parte delle operazioni sia concentrata al nord Italia, con una percentuale dell'80% (di cui il 26% delle aziende in oggetto situate in Lombardia), a seguire le regioni del Centro ed infine del sud Italia, registranti rispettivamente il 12% e l'8% degli investimenti totali.

In aggiunta, si riscontra una certa omogeneità per quanto concerne sia i settore di attività delle aziende *target* sia il loro assetto dimensionale: il 28% risulta operativo nel settore di beni e servizi industriali ed il 13% nei settori energetici, dell'ICT e ambientali.

⁹⁹ Si tratta di un segmento professionale del mercato ExtraMOT dedicato a strumenti di debito emessi da PMI e riservato a investitori istituzionali

¹⁰⁰ Vengono classificati come "attivi" i soggetti che hanno effettuato almeno una delle attività di *fundraising* o di investimento.

Inoltre si nota che nella maggioranza delle aziende oggetto di investimento (il 52%) il numero dei dipendenti è superiore di 250 unità, mentre la percentuale restante fa riferimento ad investimenti effettuati in imprese di piccole/medie dimensioni.

Al fine di poter effettuare un confronto, la figura n°18 di seguito, mostra il trend dell'attività di investimento sul mercato del *private equity* e del *venture capital* in Italia, dall'anno 2012 all'anno 2016.

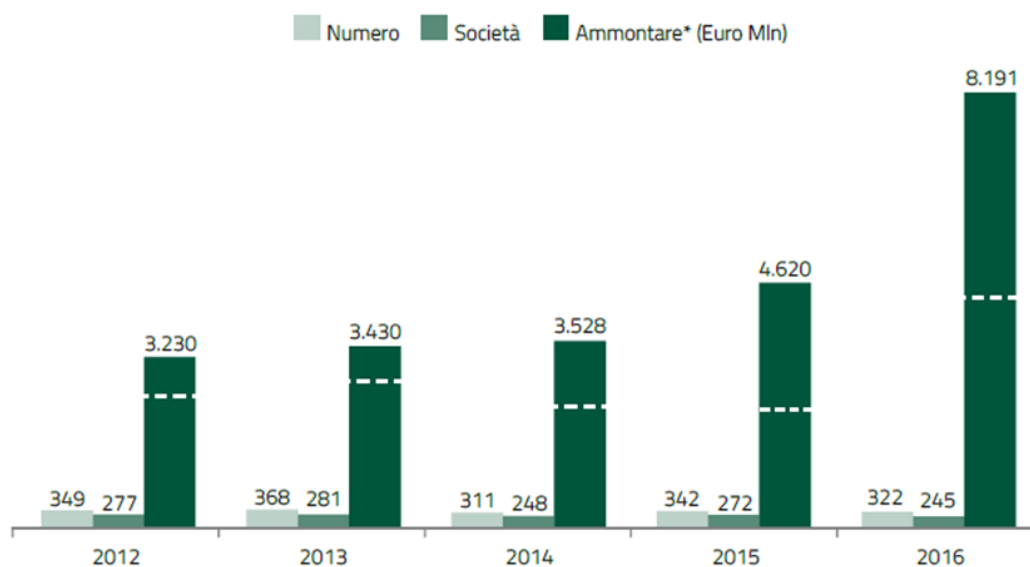


Figura 18 Evoluzione dell'attività di investimento. Fonte: AIFI

Prima di tutto per omogeneità di esposizione, con riferimento all'attività di investimento effettuata nel mercato del *private equity*, l'analisi prende in esame le operazioni effettuate da parte di operatori in quasi *equity* (principalmente prestiti obbligazionari convertibili, aventi una parte legata al capitale dell'impresa) e in *equity*.

Nel corso dell'ultimo anno sono state effettuate 322 nuove operazioni in 245 società: l'ammontare investito è stato di circa 8.191 milioni di euro: 77% in più rispetto all'anno precedente e il valore più elevato mai registrato prima.

A scapito dell'incremento del valore dell'ammontare investito, si nota un decremento del 6% nel numero di operazioni coinvolte, passando da 342 nel 2015 a 322 nell'ultimo anno. Se prendiamo in considerazione la tipologia di operazioni realizzate, nel 2016 la maggior parte delle risorse (5.722 milioni di euro) è indirizzata verso il *buyout*, a seguire le infrastrutture (942 milioni di euro) e per finire l'attività di *expansion* (710 milioni di euro).

Per quanto riguarda l'attività di *buyout*, è interessante notare come gli operatori domestici

privati registrano un peso del 60%, in confronto al 38% di quelli internazionali e solamente 2% di quelli regionali pubblici/istituzionali.

In generale invece, nell'ambito del *private equity*, a differenza del *private debt*, il 69% del mercato in termini di ammontare investito è stato dominato dagli operatori internazionali, con un ammontare pari a 5.645 milioni di euro, a discapito degli operatori di emanazione pubblica che nel 2016 hanno avuto un peso solamente del 17%.

Inoltre, sempre nel corso dell'ultimo anno oggetto di valutazione, il valore medio per singola operazione, è stato di circa 25 milioni di euro: in crescita del 47% rispetto all'anno precedente (16 milioni di euro).

Per quanto riguarda la distribuzione geografica delle aziende *target*, essa risulta essere in linea con quelle descritta precedentemente per il *private debt*: infatti, il 76% degli investimenti sono stati effettuati nel Nord Italia (il 45% in Lombardia), seguito dal Centro e dal Sud Italia con percentuali rispettivamente del 14% e del 10%.

Infine con riferimento alle caratteristiche delle attività delle aziende in oggetto, si riscontra come l'ICT copre una quota del 19%, a seguire il comparto dei beni e servizi industriali (16%) ed infine quello medicale con il 10%: anche in questo caso l'analisi risulta omogenea con quella osservata per l'attività di investimento del *private debt*.

In conclusione, dai dati dell'AIFI risulta evidente come il mercato del *private debt* in Italia si stia ampliando in maniera incrementale anche se, come si è visto dalle statistiche, i numeri sono ancora molto ristretti se confrontati con le effettive potenzialità, soprattutto se ci si sofferma alle emissioni effettuate da imprese di dimensioni più ridotte. Infatti dal momento che il mercato italiano del *private debt* (seppur ad oggi di piccole dimensioni) presenta consistenti possibilità di sviluppo, necessita di un coordinamento delle risorse da parte di team specializzati e con esperienze specifiche aventi l'obiettivo primario di assicurarne sia lo sviluppo nel medio/lungo termine, sia la corretta gestione ed allocazione di questa *asset class*.

Se confrontato con il mercato globale, anche se il nostro paese è ancora indietro rispetto agli standard registrati nelle più sofisticate economie, il settore sta crescendo a ritmi considerevoli: la disintermediazione bancaria ancora non risulta essere una prassi consolidata ma si è riscontrato come esistano già fondi che hanno concluso operazioni di investimento ed altri che sono ancora in fase di raccolta.

Anche le parole di Anna Gervasoni, direttrice generale dell'AIFI, danno fiducia a questo nuovo strumento, spiegando che *“a regime, è un mercato che può riversare sulle imprese un miliardo all'anno da dedicare alla crescita e ci si augura corso del 2017 diventino operativi almeno altrettanti soggetti rispetto a quelli attuali, ma già ora possiamo dire che abbiamo finalmente un mercato”*¹⁰¹.

¹⁰¹ Fonte: www.repubblica.it; Private Debt: il mercato sale del 65%”

Appendice al Capitolo 2

FONDO ITALIANO DI INVESTIMENTO SGR

Dato il ruolo preponderante che questo fondo ricopre nell'attività di *private debt*, ritengo sia fondamentale riportarne gli aspetti più interessanti.

Questo fondo ha l'obiettivo principale di supportare la nascita e lo sviluppo del mercato italiano del credito, focalizzandosi specialmente sul sostegno delle PMI.

Al fine di raggiungere il suo scopo, il Fondo Italiano di Investimento SGR, investe in altri fondi o veicoli caratterizzati da politiche di investimento aventi come focus strumenti finanziari emesse da società di piccole e medie dimensioni.

Quest'ultime a loro volta, devono vantare un'ottima guida imprenditoriale, un solido e preparato team manageriale e di conseguenza risultano essere caratterizzate da una posizione di mercato competitiva e ben definita.

Nello specifico, gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) identificati come target, devono focalizzarsi su specifici strumenti finanziari come i *mini-bond* quotati, i *mini-bond* non quotati su nessun mercato regolamentato e/o negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione, obbligazioni e altri titoli rappresentativi del capitale di debito¹⁰² emessi anche da società non quotate ed altre tipologie di strumenti finanziari di debito.¹⁰³

Inoltre, di seguito si riportano i specifici vincoli in capo ai fondi oggetto di investimento:

- Possono investire in partecipazioni di minoranza al capitale di rischio di un'impresa, per un valore non superiore al 20% degli importi sottoscritti nello stesso OICR target;
- Devono dedicare una parte delle risorse investite, proporzionale alla quota del *Commitment* sottoscritto dal fondo nell'OICR target, nell'evoluzione dello sviluppo delle PMI italiane;

¹⁰² Si considerano strumenti sia di natura partecipativa e/o cum warrant, sia di nuova emissione che già in circolazione

¹⁰³ Si includono anche finanziamenti a m/l termine ed anticipazioni a fronte di cessione di crediti

- Devono essere gestiti da un *top management* avente una forte esperienza in settori simili a quello che è l'oggetto di riferimento dell'OICR target;
- Devono lavorare stabilmente in Italia e non potranno investire a loro volta in altri OICR o schemi di investimento collettivo.

È definito inoltre che l'ammontare massimo di investimento del Fondo non può essere superiore del 50% del *commitment* di ciascun Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio target.

Dall'inizio dell'operatività di questo istituto sono stati approvati, per un *commitment* totale di 330 milioni di euro, 11 fondi:

- 1) VER Capital Credit Partners Italia V: fondo chiuso focalizzato su strumenti di *private debt* gestito da VER Capital SGR S.p.A;
- 2) Antares AZ 1: fondo mobiliare chiuso con un focus su strumenti di debito gestito da Futurimpresa SGR;
- 3) PEV V: fondo chiuso di debito per lo sviluppo industriale mobiliare gestito da Private Equity Partners SGR S.p.A;
- 4) IGI Fondo di Debito Sostenibile: fondo chiuso di diritto italiano gestito da IGI SGR S.p.A;
- 5) Fondo Impresa Italia: fondo chiuso specializzato su strumenti di *private debt* gestito da Riello Investimenti Partners SGR S.p.A;
- 6) Anthilia BIT Parallel Fund: fondo chiuso che co-investe parallelamente con Anthilia SGR;
- 7) RiverRock Italian Hybrid Capital Fund: fondo chiuso di diritto italiano gestito da RiverRock European Capital Partners LLP;
- 8) Equita Private Debt Fund: fondo gestito da Equita SIM S.p.A;
- 9) Italian Credit Fund I: fondo che co-investe parallelamente con Tenax Italian Credit Fund e gestito da Tenax Capital Limited;
- 10) Quadrivio Private Debt Fund: fondo gestito da Quadrivio Capital SGR;
- 11) Italia Private Debt Fund: fondo gestito da Muzinich European Private Debt Sarl,

L'istituzione del Fondo, specialmente a seguito della crisi economico-finanziaria e del conseguente fenomeno di *credit crunch*, tenta di rispondere alle sempre più diversificate

esigenze di finanziamento delle PMI al fine di supportarle nei progetti di internazionalizzazione, consolidamento ed innovazione.

Infatti, si cerca di perseguire una strategia di differenziazione attraverso la diversificazione dei prodotti investiti dai diversi fondi selezionati: alcuni si concentrano prevalentemente sui *mini-bond*, mentre altri si focalizzano su prodotti strutturalmente più complessi ed emessi da PMI Italiane.

È interessante inoltre notare come nel Novembre 2014, è stato firmato un accordo tra Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A e Fondo Europeo per gli Investimenti al fine di spronare le imprese italiane di piccole e medie dimensioni, attraverso la crescita di investimenti indiretti.

L'impegno complessivo dei due fondi è quello di investire un ammontare totale di 500-600 milioni di euro in fondi di *private debt*, *private equity* e *venture capital* focalizzati sia in investimento nelle PMI italiane, sia in investimenti in *start-up* ed imprese innovative.

Capitolo 3

Casi studio: tecnologia blockchain e crowdfunding. L'emissione di mini-bond di I.CO.P S.p.A

È sempre più chiaro che il mondo sta cambiando e sia le banche che le società alla base del nostro sistema economico si stanno rendendo conto della rivoluzione e stanno cercando di adattarsi.

Infatti da una parte troviamo gli istituti finanziari che stanno tentando di velocizzare i propri sistemi di pagamento, cercando di ridurre il costo e le tempistiche, dall'altra ci sono le imprese che stanno usufruendo di modalità innovative di finanziamento, come l'utilizzo dei *mini-bond* e del *crowdfunding*.

È proprio in questo contesto che si colloca la tecnologia *blockchain*: se le innovazioni digitali si sono focalizzate inizialmente sui servizi finanziari, adesso si stanno rapidamente spostando in nuovi settori per cercare di sostenere lo sviluppo di imprese, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni.

Nei capitoli precedenti si è data evidenza dell'evoluzione del *private debt* negli ultimi anni, sia nel contesto italiano che internazionale, al fine di valutarne le potenzialità come nuovo ed alternativo strumento di finanziamento e di raccolta di fondi rispetto al canale bancario.

Questo terzo ed ultimo capitolo, diviso in due differenti parti, si propone l'obiettivo di analizzare le principali applicazioni pratiche riscontrate nell'ambito del *private debt*.

Infatti nella prima parte si entrerà più nel dettaglio di quella che è la tecnologia *blockchain*, analizzandone inizialmente le caratteristiche, il funzionamento, la struttura e le più importanti applicazioni finanziarie, evidenziandone i relativi benefici e rischi.

Una volta contestualizzata l'ambito di applicazione, verrà analizzato il *lending crowdfunding*, focalizzando l'attenzione sulla possibilità per le PMI di raccogliere denaro

tramite piattaforme internet, in maniera più veloce e innovativa rispetto al credito concesso dalle banche le quali, a causa della sempre più rigorosa regolamentazione, devono rispettare vincoli e requisiti stringenti che ne limitano l'attività di *lending*.

Infine, a sostegno dell'efficacia di queste piattaforme di *crowdfunding* e dell'utilizzo della tecnologia *blockchain* a supporto delle imprese per la registrazione di contratti di investimento, si evidenzierà il lancio nel 2016 di un *marketplace* da parte di BNP Paribas Securities Services che ha permesso il collocamento via internet di titoli obbligazionari.

Nella seconda parte si analizzerà invece in maniera dettagliata l'emissione di *mini-bond* da parte di I.CO.P S.p.A., al fine di comprendere al meglio le decisioni e le necessità delle imprese nel ricorrere a metodi alternativi di raccolta fondi per poter supportare e sostenere i propri obiettivi di crescita.

Infatti inizialmente si analizzeranno le caratteristiche dell'azienda, le motivazioni principali del collocamento ed i più importanti dati economico-finanziari della società.

Infine una volta compresa l'evidente difficoltà per la società di ottenere ulteriori finanziamenti bancari a tassi favorevoli, verranno sottolineate le caratteristiche principali dell'emissione delle due diverse *tranches* e la metodologia di applicazione del merito creditizio emesso dall'agenzia italiana di *rating* Cerved Group S.p.A.

3.1 BLOCKCHAIN: CARATTERISTICHE E FUNZIONAMENTO

La tecnologia *blockchain* è alla base del funzionamento di criptovalute, come i Bitcoin: questi ultimi infatti come riporta R. Ferrari, *General Manager* di CheBanca, essendo la categoria più generica dei *distributed ledger* hanno ribaltato il ruolo delle tecnologie nei servizi finanziari e la loro applicabilità futura in diversi mercati¹⁰⁴.

Con il termine *blockchain*, letteralmente traducibile con “catena di blocchi”, si indica un vero e proprio libro contabile pubblico distribuito all'interno di un *network* decentralizzato, in cui tutti hanno la possibilità di accedere al *trend* storico dei dati delle diverse transazioni effettuate dal momento del lancio del sistema fino ad oggi.

Si parla di una struttura decentralizzata in quanto questo sistema di “*shared ledger*” congiuntamente ad un processo matematico strutturato in grado di garantire l'affidabilità e la protezione di dati anche in caso di tentativi di frodi, ha permesso nelle transazioni finanziarie il superamento della presenza di una terza parte certificante (generalmente *clearing*

¹⁰⁴ Fonte: articolo di R. Ferrari del 17/02/2017 “Tutte le caratteristiche, le evoluzioni e le potenzialità del sistema Blockchain”.

house, banche centrali o depositarie ed assicurazioni) nell'assicurare l'avvenuto pagamento tra individui diversi¹⁰⁵.

La costruzione appena descritta, dal momento che l'informazione è presente in tutti i nodi (*block*) ed in tutti i *server* della catena che formano questo libro contabile, rende il *data-base* ovvero la *blockchain*, sicura, affidabile e di conseguenza non modificabile o cancellabile.

Infatti poiché la congruità e la veridicità delle informazioni vengono assicurate tramite il consenso del *network*, del *distributed ledger* ovvero dal *data base* centralizzato, non vi è la necessità di un'istituzione centrale che ne garantisca la sicurezza.

La figura sottostante, a differenza del *network* di transazioni odierne, mostra quindi il meccanismo di *distributed ledger* che permette di eliminare la presenza di un'autorità centrale avente lo scopo di certificare la proprietà e chiarire le transazioni¹⁰⁶.

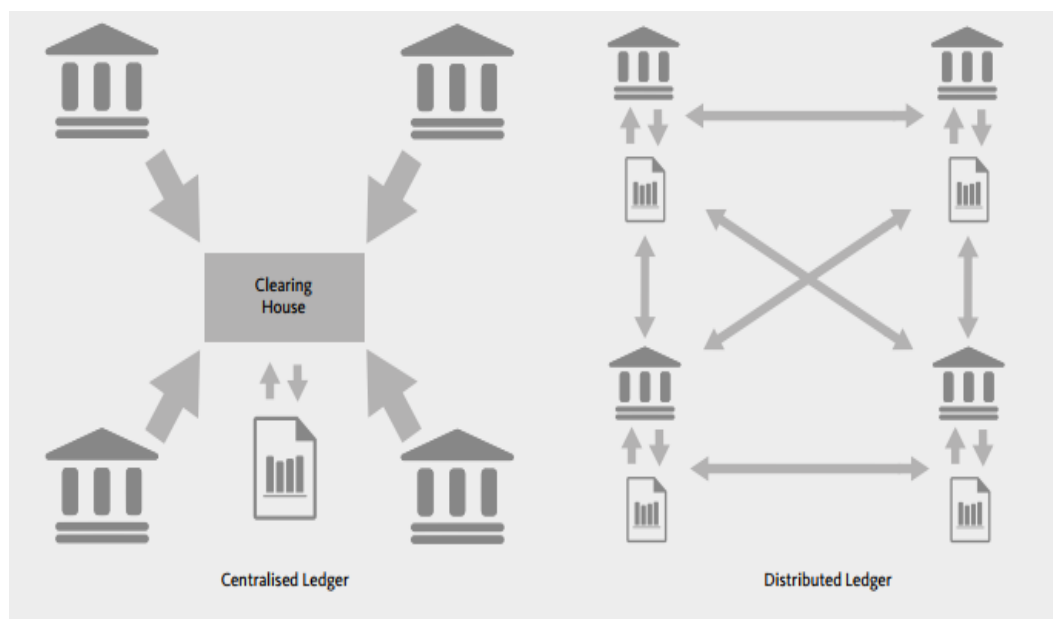


Figura 19 Centralised Ledger & Distributed Ledger

Come si analizzerà in seguito questi *distributed ledgers* possono essere aperti, lasciando i vari attori presenti nel *network* anonimi, oppure chiusi e di conseguenza vi è la necessità che i diversi soggetti partecipanti siano identificati a priori.

¹⁰⁵ Fonte: Febbraio 2017; Osservatorio *mini bond*; 3° Report Italiano sui *mini bond*.

¹⁰⁶ Fonte: Santander Innovatures: *The Fintech 2.0; rebbotting the financial services*.

È possibile sintetizzare le principali caratteristiche in cinque punti¹⁰⁷:

- *Irrevocability*: le transazioni fatte possono essere irrevocabili e la loro regolazione può essere automatizzata *ex ante*, permettendo ai *distributed ledger operators* di aumentare il grado di accuratezza dei dati, di semplificare i processi di *back-office* e di ridurre il rischio di regolamento; ovvero il rischio che nell'ambito di una transazione la controparte non adempia all'obbligo di pagamento o consegna;
- *Less expensive*: poiché i sistemi operano secondo il meccanismo *peer-to-peer*, le transazioni vengono quasi sempre correttamente eseguite, permettendo ai *distributed ledger operators* di eliminare i costi collegati ad una supervisione aggiuntiva ed alle infrastrutture IT;
- *Reliability*: ogni transazione eseguita nel registro invece di essere controllata da un'autorità centrale, viene verificata dalla comunità di utenti presenti nel *network*, evitando quindi la possibile manomissione dei dati ed il rischio di frodi;
- *Digital*: la maggior parte dei documenti o degli *asset* intangibili possono essere espressi con un codice il quale può essere quindi inserito all'interno di questo mastro contabile;
- *Transparency*: viene creato un *record*, ossia una traccia storicizzata di tutte le transazioni effettuate, consentendo quindi un monitoraggio ed un controllo continuo da parte dei partecipanti, dei supervisori e dei regolatori.

Tutte queste caratteristiche di decentralizzazione, non modificabilità, velocità di riconoscimento ed *open source* stanno spostando sempre di più il *focus* dei vari operatori su questa nuova tecnologia, tanto che si sta iniziando a pensare alla sua possibile applicabilità non soltanto con riferimento ai più "classici" usi finanziari, ma anche su tutti quei servizi che vanno oltre l'ambito bancario.

Infatti è importante segnalare che le transazioni non riguardano soltanto criptovalute come i Bitcoin ma possono riferirsi a qualsiasi *asset*, diritto o fonte di valore/informazione: la sua potenzialità non è limitata solamente alla circolazione della moneta digitale, ma può essere estesa a qualsiasi cosa, bene ed informazione che possa essere ricollegata e trasferita digitalmente¹⁰⁸.

¹⁰⁷ Fonte: Deloitte; "*Beyond Bitcoin; Blockchain is coming to disrupt your industry*".

¹⁰⁸ Fonte: The Economist; "*The Trust Machine*".

Diversi modelli di blockchain: *permissionless* & *permissioned*

Ad oggi esistono vari modelli di *blockchain* o *distributed ledger* che si stanno sviluppando e che stanno trovando applicazione nei diversi settori dell'economia: di seguito si esporranno i due più noti: *permissionless* and *permissioned blockchain*¹⁰⁹, ovvero pubblica e privata.

Sicuramente quello più famoso e diffuso nel mondo, alla base anche dei Bitcoin, è quello *open*, ossia pubblico e completamente decentralizzato: cd *blockchain permissionless*.

In questo tipo di sistema, come mostra la figura sottostante, chiunque può entrare ed operare, non è necessario avere un permesso per essere ammessi al *network* ed infine è pseudo-anonimo dal momento che i diversi partecipanti compaiono nel sistema solamente attraverso i loro indirizzi alfanumerici.

Infatti, ciò che caratterizza i *permissionless ledger* è il fatto che non vi è la necessità di ottenere alcuna autorizzazione e non esiste alcun processo di iscrizione per partecipare: ognuno è libero di scaricare una copia di questo libro mastro e di entrare in maniera anonima all'interno dello schema, validando ed inviando transazioni.

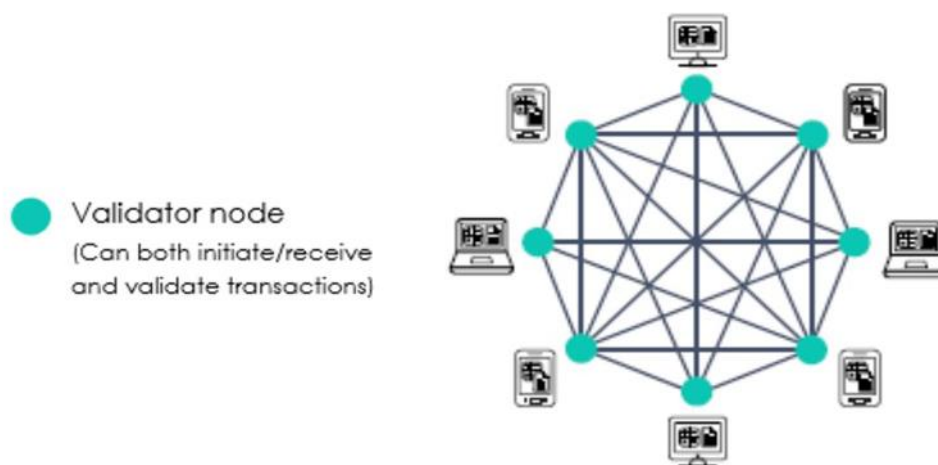


Figura 20 *Permissionless Blockchain*

L'anonimato delle transazioni, se da una parte ne rappresenta il vantaggio principale per coloro i quali vogliono partecipare alle negoziazioni senza essere riconosciuti, dall'altro lato è anche la maggior fonte di preoccupazione del mondo finanziario, essendo la riconoscibilità dei soggetti il requisito principale di tutta la normativa sull'antiriciclaggio.

¹⁰⁹ Fonte: "Blockchain: Powering the Internet of Value"; Evry Innovation Lab

Quindi la principale caratteristica dei sistemi pubblici è che ciascun *server*, in possesso del relativo *software*, può sia visualizzare che scrivere i dati sul registro.

Al contrario dello schema precedente, il modello opposto di *permissioned blockchain* include la partecipazione di *legal entities*, ovvero entità aventi lo scopo principale di validare le transazioni in essere e garantire la correttezza dei dati contenuti nell'archivio: in questo sistema, i partecipanti al *network* sono noti a priori e, per poter modificare i dati all'interno del registro, devono detenere un permesso particolare.

Infatti, come si nota dalla figura sottostante, in un *permissioned ledger* (o sistema autorizzato), il processo di convalida è controllato da un sistema “prestabilito di nodi”: per analogia, se immaginiamo questa struttura come gestita da un'istituzione finanziaria, la transazione al fine di essere valida, deve essere firmata da un certo numero di partecipanti.

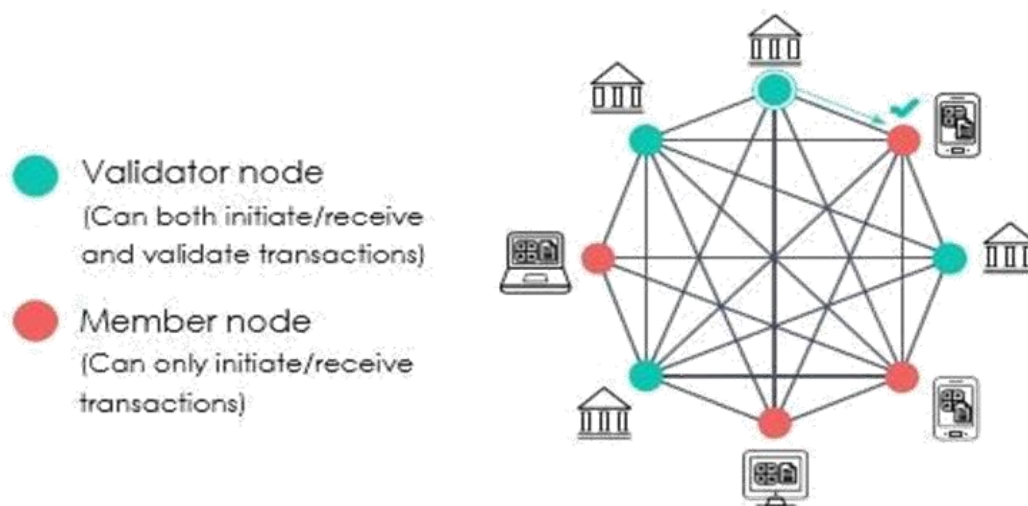


Figura 21 *Permissioned Blockchain*

Per entrare maggiormente nel dettaglio, esistono due diverse configurazioni di *permissioned blockchain*: privata o semi-privata.

La prima può essere identificata come “*a blockchain where written permissions are kept centralized to one organization... Read permissions may be public or restricted to an arbitrary extent*”¹¹⁰: in questo caso, mentre le autorizzazioni di scrittura sono mantenute centralizzate in un'organizzazione, quelle di lettura possono essere pubbliche o limitate. Nel secondo caso, chiamato anche *consortium blockchain*, i partecipanti sfruttano questo

¹¹⁰ Fonte: “On Public and Private Blockchains”, Ethereum blog, Vitalik.

tipo di tecnologia per il raggiungimento di uno scopo comune, come appunto un consorzio: generalmente tutte le parti coinvolte si basano su una serie di *pre-agreed nodes*, ossia accordi presi a priori, al fine di definire l'invio e la conferma delle diverse transazioni.

Anche in questo caso, per analogia, si potrebbe considerare un consorzio composto da 15 istituti finanziari, ognuno dei quali gestisce un "nodo" e per cui almeno 10 istituti devono firmare ogni "blocco" affinché la transazione sia validata.

Attraverso il *consortium blockchain* si ha la possibilità di ridurre i costi di controparte e di aumentare l'efficienza nel trasferimento di informazioni.

In generale, uno dei principali vantaggi della *permissioned blockchain* è la *scalability*, ovvero la capacità di adattamento, di modificabilità del sistema in caso di variazioni notevoli della mole o della tipologia dei dati trattati¹¹¹.

Ad ogni modo, a prescindere che un sistema sia *permissionless* o *permissioned*, si possono definire cinque caratteristiche comuni¹¹²:

1. È "programmabile", ovvero le operazioni di scrittura possono essere effettuate al solo verificarsi di determinati eventi stabiliti a priori;
2. Permette a tutti gli attori coinvolti nell'operazione di avere sempre disponibile un registro riportante tutte le transazioni;
3. Esistono meccanismi di sicurezza in grado di tracciare le varie transazioni ed evitare la modifica dei registri da parte di soggetti non addetti;
4. È dotato di "marcature orarie" in modo da semplificare la tracciabilità e conseguentemente la verifica delle transazioni;
5. Utilizza i diversi soggetti partecipanti al *network* al fine di verificare e convalidare le transazioni, attraverso dei processi cd "di consenso".

Come si è detto precedentemente, il principale punto di forza della tecnologia *blockchain* si riscontra sicuramente nel superamento della presenza di una controparte centrale che convalidi le transazioni: queste ultime, attraverso il processo del consenso, vengono convalidate dai diversi computer presenti nel *network*.

¹¹¹ Fonte: Gareth W. Peters e Efstathios Panay, "Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technologies: Future of Transaction Processing and Smart Contracts on the Internet of Money", 2015.

¹¹² Fonte: Deloitte, "Blockchain. Enigma. Paradox. Opportunity".

È chiaro come il principale beneficio dell'eliminazione di un intermediario centrale sia la possibilità di velocizzare e rendere più sicuro ed economico il trasferimento di denaro tra vari soggetti.

In generale una delle possibili applicazioni della tecnologia *blockchain*, ideata nel 2003 da una piattaforma di proprietà della Fintech "OpenCoin", è il noto protocollo *Ripple*¹¹³. Quest'ultimo si serve della tecnologia *blockchain* e di uno specifico processo di "consenso" definibile come il processo in cui i nodi di un certo network raggiungono un accordo condiviso: vi è la presenza di controparti autorizzate che convalidano o meno la transazione, mediante crittografia, attraverso un *network* di diversi *server*.

Nel dettaglio il protocollo *Ripple*, è composto da una serie di componenti¹¹⁴:

- *Server*: entità che, mediante l'utilizzo del *software Ripple*, partecipa al processo di consenso;
- *Ledger*: registro rappresentante l'importo di valuta nell'*account* di ogni utente. Esso viene aggiornato ogni qual volta una transazione supera il processo di "consenso";
- *Last-closed ledger*: essendo l'ultimo aggiornamento del registro, mostra chiaramente quale sia lo *status* attuale del *network*;
- *Open ledger*: durante una transazione, rappresenta l'attuale stato di funzionamento di ogni nodo: una volta ottenuto il consenso e conclusa l'operazione, il registro risulterà chiuso;
- *Unique Node List (UNL)* o lista unica di nodi: ad ogni *server* "s" è collegata una lista di ulteriori *server*, cd fidati, che possono essere "interrogati" nel momento di determinazione del consenso. È chiaro che solo i *server* facenti parte di una specifica UNL sono determinanti al fine dell'ottenimento del consenso;
- *Proposer*: il proponente è identificabile in qualsiasi *server* avente la capacità di inviare una transazione.

Tutto questo procedimento si basa su un algoritmo che, al fine di garantire la correttezza delle operazioni all'interno del *network*, viene applicato a tutti i nodi del *server*.

¹¹³ Fonte: www.ripple.com

¹¹⁴ Fonte: D. Schwartz, N. Youngs, A. Britto; "The Ripple Protocol Consensus Algorithm".

Una volta descritti i vari componenti di questo protocollo, al fine di rendere completa la spiegazione, è necessario descrivere brevemente il processo di funzionamento.

Inizialmente ogni *server* propone e rende pubblica una lista contenente una serie di transazioni “valide” che ancora non sono state concretizzate: le diverse liste proposte dai vari *server*, appartenenti alla UNL, vengono unite e si attiva il processo di votazione per quanto riguarda la veridicità delle informazioni contenute in ciascuna transazione.

Le transazioni che ottengono una percentuale minima di voti favorevoli procedono alla seconda fase della ripetizione, mentre le altre o verranno rimosse del registro oppure saranno incluse nella lista delle operazioni proponibili al processo di consenso successivo.

Infine affinché l’ultima ripetizione del processo abbia successo e sia convalidata, è necessario ottenere l’80% dei voti favorevoli dei nodi facenti parte di una specifica *Unique Node List*. Quando le transazioni superano l’ultima fase del processo e vengono caricate nel registro, esso assume lo *status* di *last-closed ledger*.

A questo punto, una volta analizzate in generale le caratteristiche distintive, il funzionamento e la struttura di questa nuova forma di tecnologia, il capitolo si pone l’obiettivo di esaminare la connessione e la possibile applicabilità della tecnologia *blockchain*, principalmente considerando il mondo finanziario, al fine di comprendere al meglio quelli che possono essere i benefici per le banche e conseguentemente per le imprese.

3.2 BLOCKCHAIN: PRINCIPALI APPLICAZIONI FINANZIARIE

Sicuramente fattori come la *digital transformation*, la perdita di fiducia nel sistema bancario e la nuova regolamentazione del settore hanno contribuito fortemente alla nascita della *blockchain* ed alla sua applicabilità nei servizi finanziari. L’ambito di intervento più importante in cui la digitalizzazione e la tecnologia *blockchain* è stato in grado di svilupparsi è collegabile al mondo bancario: si cerca sempre di più di proporre ai diversi soggetti coinvolti un servizio/prodotto efficace, economico e veloce. Secondo PwC è possibile sottolineare dei punti chiavi su cui focalizzare fortemente l’attenzione che riguardano il futuro dell’economia nei prossimi anni: innanzitutto le *Fintech* spingeranno e creeranno nuovi modelli di *business*, la *sharing economic* (e conseguentemente i sistemi di *crowdfunding*) diventerà parte integrante del sistema finanziario e soprattutto la tecnologia *blockchain* sarà un elemento destabilizzante per il sistema nella sua totalità¹¹⁵.

¹¹⁵ Fonte: “Tecnologie *Disruptive* per le Aziende Finanziarie al 2020”.

Infatti questa nuova tecnologia, consentendo lo scambio di dati validati, condivisi e protetti da un sistema di controllo crittografico, permetterebbe in primo luogo di ridurre i costi del *processing* sul mercato secondario, in secondo luogo di abbattere notevolmente i rischi ed i costi di numerosi servizi aggiuntivi, come il sistema dei pagamenti, i trasferimenti di denaro *cross-border* e potrebbe in aggiunta rivoluzionare il concetto di *smart contract*.

Data l'importanza di questi ultimi, questo paragrafo analizzerà nel dettaglio i principali campi di applicazione finanziaria che sfruttano la tecnologia *blockchain*: si darà evidenza dell'evoluzione e dell'impatto che questa innovazione sta avendo sul sistema dei pagamenti, sui trasferimenti di denaro *cross-border* e sui cd. *smart contract*.

Sistema dei pagamenti

Come si è accennato, una delle aree in cui l'impatto della tecnologia *blockchain* è stato più evidente è sicuramente quello riguardante l'attività del *retail banking* ed il sistema dei pagamenti: già da tempo le aziende hanno iniziato ad utilizzare i Bitcoin (o criptovalute simili) ed altri metodi come P2P¹¹⁶ (*person to person*) al fine di effettuare pagamenti digitali e ridurre drasticamente i costi di transazione.

Emerge che le banche, una volta implementata al meglio la tecnologia *blockchain* saranno in grado di elaborare più rapidamente e con maggior accuratezza i pagamenti dei diversi clienti, riducendo in questo modo sia i costi operativi che le gestioni delle eccezioni.

Tutto ciò viene realizzato in un'ottica di razionalizzazione dei processi, al fine di permettere la semplificazione delle procedure, la trasparenza delle informazioni e la sicurezza dei dati trattati.

In ogni caso per poter sfruttare al meglio questa possibilità vi è la necessità per gli istituti bancari di costruire una struttura adeguata in grado di operare su una rete globale, in grado di offrire loro soluzioni efficaci basate su questa nuova tecnologia digitale: è chiaro che per raggiungere l'obiettivo di trasformazione dei pagamenti su larga scala e di riduzione del rischio di insuccesso, la costituzione di una rete globale efficiente sia l'elemento fondamentale e basilare della tecnologia *blockchain*.

Le due caratteristiche necessarie che quest'ultima deve avere sono:

¹¹⁶ P2P: possibilità di effettuare trasferimenti di denaro attraverso un meccanismo gratuito che si collega direttamente a una carta di debito collegata all'account dell'utente in oggetto. Fonte: www.ilsole24ore.com

- prevedere obblighi, diritti, controlli e *standard* necessari al suo corretto funzionamento;
- offrire un processo di adesione ai nuovi clienti che sia veloce ed efficace, permettendo quindi alle banche di connettersi facilmente sia ai canali attuali esistenti sia a quelli potenziali che si svilupperanno in futuro.

Secondo una ricerca effettuata da Accenture¹¹⁷, nove dirigenti su dieci hanno dichiarato di essere fortemente interessati all'applicazione della tecnologia *blockchain* all'interno del proprio sistema.

Tuttavia risulta che la maggior parte delle banche coinvolte nell'indagine siano ancora alle prime fasi di sviluppo: infatti mentre solamente tre istituti hanno lanciato delle attività pilota, cd *proof-of-concept*, le altre o si trovano ancora nelle fasi iniziali di studio e delimitazione della strategia o hanno iniziato adesso a valutarne le opportunità e potenzialità. Nel dettaglio i principali utilizzi nell'ambito del *retail banking* introdotti al fine di ridurre i tempi della transazione, i relativi costi associati e semplificare le procedure, includono¹¹⁸:

- *remittances and cross border payments*;
- *bill payments*;
- *p2p payments*;
- *micropayments*
- *internet of things payments*;
- *document signing*

Inoltre sempre a seguito della ricerca effettuata da Accenture presso il top management degli istituti di credito, risulta che i casi di maggiore interesse nel settore bancario, come si vedrà nel paragrafo successivo, siano ricollegabili ai bonifici esteri intragruppo, a seguire i pagamenti *corporate*, le rimesse transfrontaliere ed i bonifici esteri interbancari. In ogni caso a prescindere dall'ambito di applicazione, i benefici che si pensa di raggiungere attraverso la tecnologia *blockchain* sono una maggiore velocità, nuove opportunità di ricavo e riduzione drastica degli errori.

¹¹⁷ Fonte: Accenture, "Uniti nella *blockchain*: come le banche stanno costruendo una rete globale di pagamento in tempo reale".

¹¹⁸ Fonte: Melanie Swan, "*Blockchain: blueprint for a new economy*".

Cross-border payment

Un ulteriore campo di applicazione ideale per la tecnologia *blockchain* è riscontrabile nei pagamenti transfrontalieri in quanto, grazie all'utilizzo del registro condiviso, si favorisce l'allineamento tra i diversi soggetti coinvolti.

Una transazione *cross border* implica la vendita e l'acquisto di strumenti finanziari negoziati in mercati internazionali e conseguentemente la partecipazione di controparti residenti in Paesi differenti: numerose ricerche mostrano come il volume ed il numero delle negoziazioni di strumenti finanziari transfrontalieri sia aumentato notevolmente negli anni. È di facile intuizione dedurre come i *driver* principali che hanno spinto lo sviluppo di questo tipo di operazioni siano riconducibili essenzialmente al progresso tecnologico, all'aumento della dimensione dei mercati finanziari, alla liberalizzazione dei movimenti internazionali di capitali ed alla deregolamentazione che ha permesso un ampliamento sia della gamma di prodotti che dei servizi finanziari offerti.

Ad oggi anche se ogni paese dispone di un sistema di trasferimenti interbancari nazionale, non esiste una vera e propria solida connessione interbancaria globale per le operazioni nazionali: un progetto pilota, di cui si parlerà più avanti, sta cercando di sperimentare la tecnologia della *blockchain* per i pagamenti transfrontalieri.

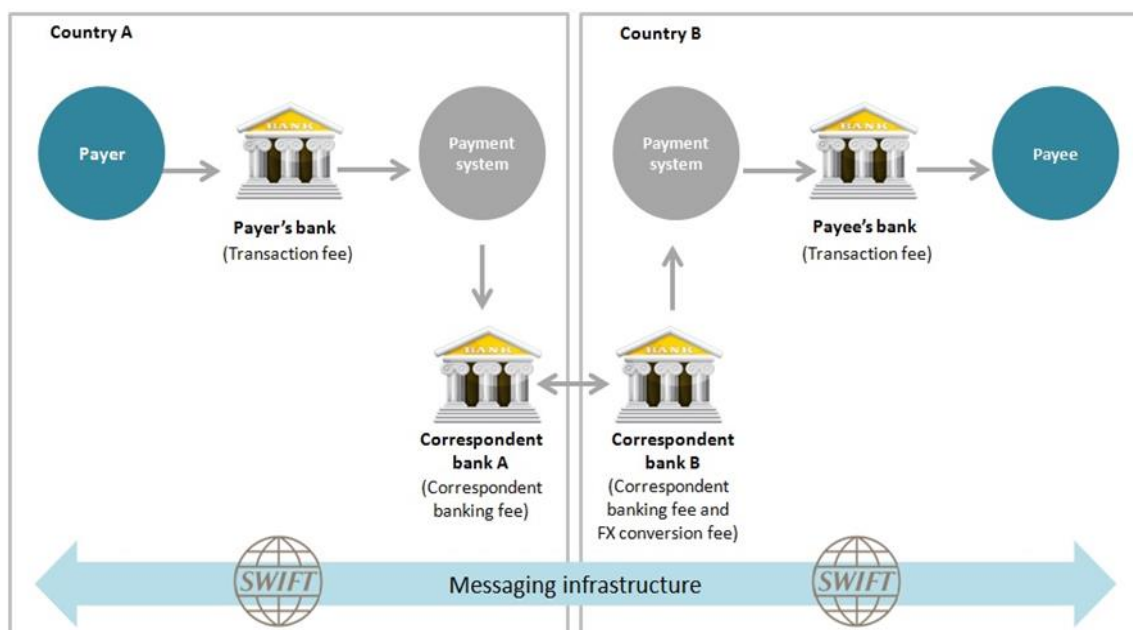


Figura 22 *The Correspondent Banking Model*

La maggioranza di questo tipo di transazioni è gestita attraverso un *network* di banche corrispondenti internazionali che si basa su una serie di accordi tra i diversi istituti finanziari: il codice SWIFT (*Worldwide Interbank Financial Telecommunication*), formato da 8-11 caratteri alfanumerici ed utilizzato nei pagamenti internazionali, serve per identificare la banca del beneficiario.

La figura 22¹¹⁹ mostra il funzionamento di un sistema di questo tipo: le banche che non dispongono di sedi fisiche in alcuni paesi stranieri possono contare su istituti finanziari, come banche globali, che posseggono conti su quegli stessi paesi oppure su banche che hanno rapporti con le cd *correspondent bank* al fine di offrire pagamenti internazionali a clienti nazionali.

Per esempio, il cliente che ha un conto corrente nel paese A utilizza una banca corrispondente residente nel suo stesso paese (Banca A) al fine di effettuare pagamenti, normalmente tramite un bonifico bancario.

A questo punto la banca A invia, tramite il sistema di messagistica SWIFT, istruzioni sul pagamento alla corrispondente banca nel paese straniero (*Country B*) che, per poter trasferire soldi al beneficiario finale, effettua un bonifico bancario nazionale.

Le due banche corrispondenti provvederanno in seguito a compensare reciprocamente le loro commissioni.

Più dettagliatamente non vi è uno spostamento fisico dei soldi tra le banche residenti in due paesi diversi: semplicemente la cd banca corrispondente dovrà, una volta effettuati i dovuti controlli, convalidare la transazione ed attuare l'accredito e l'addebito nei conti delle due banche coinvolte.

Il punto focale è la necessità della banca corrispondente di detenere un "registro", che sia affidabile e trasparente, rappresentante tutte le movimentazioni effettuate nei diversi conti correnti.

Inoltre lungo tutto il processo ogni *correspondent bank* può stabilire i tempi e le procedure di ogni singola operazione per conto dell'altra banca corrispondente: si deduce facilmente come questo possa essere un limite per il monitoraggio e la tracciabilità delle transazioni¹²⁰.

¹¹⁹ Fonte: "Cross-Border Payment: challenges and trends"; www.aitegroup.com

¹²⁰ Fonte: Yoon S. Park, George Washington University "The inefficiencies of cross-border payments: how current forces are shaping the future".

Per sintetizzare, nell'attuale modello di banca corrispondente l'istituto finanziario ha la necessità di controllare continuamente, attraverso aggiornamenti su crediti/debiti e monitoraggio degli estratti conto, la disponibilità nei rispettivi conti esteri: è chiaro come il mantenimento e l'operatività di tale attività rappresentino una parte importanti dei costi nei pagamenti transfrontalieri.

Anche in questo caso mediante lo sfruttamento della tecnologia *blockchain* e del protocollo *Ripple*, è possibile eliminare la presenza della controparte centrale, riducendo le tempistiche ed i costi operativi.

È infatti possibile sostituire la banca corrispondente con un terzo soggetto chiamato *liquidity provider*, che può essere rappresentato da un cliente istituzionale delle diverse banche coinvolte (es. *hedge fund*), avente un conto aperto con ciascuno dei due istituti finanziari: il protocollo è in grado autonomamente di autenticare l'esistenza e la credibilità del *liquidity provider*.

Questa decentralizzazione dei registri, ottenuta attraverso l'applicazione della tecnologia *blockchain*, porta all'eliminazione di una banca centrale avente il ruolo di regolare le entrate e le uscite nei conti correnti delle banche estere coinvolte e conseguentemente guida verso una riduzione dei rischi assunti ed un aumento della velocità delle transazioni.

È proprio in questo contesto che si colloca il progetto pilota guidato da Swift¹²¹ a cui partecipano anche diverse banche italiane: Swift ha annunciato l'avvio di una fase di *test* al fine di verificare se la tecnologia *blockchain* (ovvero la *Distributed Ledger Technology*, DLT) possa essere utilizzata o meno dalle banche per migliorare l'efficienza e l'efficacia della riconciliazione dei propri conti correnti di corrispondenza all'estero, con l'obiettivo ultimo di ottimizzare al massimo la gestione della liquidità.

Lo scopo ultimo di questa nuova sperimentazione, il cui lancio sul mercato era previsto per l'inizio di questo anno, risulta essere quindi la verifica della capacità della DLT di aiutare le banche nella riconciliazione dei loro conti in tempo reale, portando ad una riduzione dei costi e dei rischi operativi.

Wim Raymaekers, *head of Banking Market and Swift gpi* di Swift, in un'intervista ha affermato che “*Mentre la DLT non è ancora abbastanza matura per essere utilizzata per*

¹²¹ SWIFT: società cooperativa globale e *leader* a livello mondiale nel settore dei servizi di messaggistica finanziaria sicura. Serve più di 10.800 istituzioni finanziarie e aziende in oltre 200 Paesi; permette ai suoi utenti di scambiare informazioni finanziarie in modo automatico, standardizzato, sicuro e affidabile, consentendo la riduzione di costi e rischi ed eliminando le inefficienze operative. L'azienda promuove la collaborazione tra le istituzioni finanziarie favorendo il dialogo, con l'obiettivo di definire congiuntamente pratiche di mercato e nuovi standard, e stimolando la discussione su questioni di interesse collettivo. Fonte: www.swift.com

*effettuare pagamenti transfrontalieri, questa tecnologia, con il supporto di funzionalità aggiuntive apportate da SWIFT, può rivelarsi interessante per le attività di riconciliazione. Questa iniziativa ci dà quindi l'opportunità di testare attivamente la tecnologia DLT e determinarne l'applicabilità in questo specifico campo".*¹²²

Tra le 90 banche partecipanti, rappresentanti circa il 75% del traffico dei pagamenti transfrontalieri, ritroviamo anche Intesa San Paolo e Unicredit, i due poli italiani più rilevanti. Come si è detto precedentemente, l'obiettivo del progetto è quello di migliorare la qualità delle transazioni attraverso la piattaforma messaggistica di SWIFT e la sua capillarità a livello globale: sono state definite regole chiare basate su contratti di servizio multilaterali (*Service Level Agreements, SLA*) che puntano ad offrire alle banche l'opportunità di creare una comunicazione efficace e stabile nel tempo.

Durante la prima fase del progetto SWIFT, grazie all'aiuto del sistema bancario, si è focalizzato sui pagamenti *business to business* cercando di aiutare le imprese ad ampliare la loro attività a livello internazionale, a migliorare le loro relazioni con i diversi fornitori e consentire una migliore gestione della tesoreria.

Anche Claudio Camozzo, *co-head* del *Global Transaction Banking* di Unicredit Italia, ha affermato che *"Questa iniziativa di innovazione dei pagamenti globali consentirà una maggiore cooperazione fra le banche a livello mondiale. Questo si tradurrà in miglioramenti del livello di servizio, a tutto vantaggio del cliente finale. La value proposition di questa iniziativa assicura maggiore velocità, trasparenza e prevedibilità, oltre ai vantaggi in termini di sicurezza e aderenza alle norme in materia di compliance nelle transazioni globali garantiti dagli operatori bancari. Le banche potranno così consolidare il proprio ruolo di fornitori di servizi all'avanguardia nell'area del global transaction banking, posizionandosi al meglio in uno scenario in continua evoluzione"*¹²³.

In conclusione, il progetto permetterà alle aziende di poter beneficiare dei servizi di pagamento offerti direttamente dalle banche aventi essenzialmente le seguenti caratteristiche¹²⁴:

- disponibilità immediata dei fondi;
- trasparenza e prevedibilità delle commissioni;

¹²² Fonte: "Swift sperimenta la *blockchain* nei pagamenti"; Ifinance: Fintech & Digital Business

¹²³ Fonte: "45 fra i maggiori gruppi bancari aderiscono alla nuova iniziativa di SWIFT per l'innovazione nei pagamenti"; www.swift.com

¹²⁴ Fonte: "Unicredit e Intesa San Paolo nel gruppo delle 45 banche del progetto SWIFT per l'innovazione nei pagamenti"; www.pagamentidigitali.it

- tracciabilità *end-to-end* dei pagamenti;
- trasferimento di informazioni dettagliate sui pagamenti.

È chiaro come l'applicazione di questa tecnologia stia migliorando la *customer experiences* ed aumentando la velocità e la sicurezza dei pagamenti transfrontalieri.

Le società, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni, necessitano di avere procedure, sistemi di accesso al credito, pagamenti e trasferimenti di informazioni più semplice e veloci, che siano in grado di supportare loro in una crescita più rapida nel mercato ed uno sviluppo strategico in linea con gli obiettivi definiti dal *top management* aziendale.

In sintesi è possibile ricollegare i benefici derivanti dall'utilizzo della tecnologia *blockchain* nei pagamenti *cross border* alla minimizzazione di tutta una serie di rischi esistenti tra la banca debitrice e quella creditrice.

Nel dettaglio i principali rischi che vengono meno sono:

1. Rischio di credito: ovvero il rischio che la banca debitrice diventi insolvente e non adempia al pagamento dovuto;
2. Rischio di liquidità: ovvero il rischio che la banca debitrice non disponga del denaro per regolare, in un determinato momento, il pagamento richiesto;
3. Rischio sistemico: ovvero il rischio che l'insolvenza o addirittura il fallimento di una delle controparti scateni un "effetto domino", determinando una serie di insolvenze a catena. In questo ambito un sistema basato sulla tecnologia *blockchain* è meno esposto ad interventi esterni o errori umani che possono influire negativamente sul processo di regolamento.

Chiaramente oltre ai numerosi vantaggi esposti, dal momento che si tratta di una tecnologia ancora in fase di sperimentazione e sviluppo, è necessario tenere in considerazione anche i potenziali rischi riconducibili alla sua applicabilità.

Infatti se da una parte permette di accelerare i pagamenti *cross border*, dall'altra implica una maggiore interconnessione tra l'intero sistema finanziario e di conseguenza una maggiore velocità di propagazione di effetti negativi o situazioni di contagio.

Inoltre con riferimento a questa nuova forma di tecnologia, la maggiore fonte di incertezza risulta essere collegata alla regolamentazione: non vi è, ad oggi, una legislazione omogenea tra i diversi paesi che definisca obblighi e diritti in maniera uniforme per quanto riguarda il trasferimento di denaro effettuato tramite la tecnologia *blockchain*¹²⁵.

¹²⁵ Fonte: Institute of International Finance; "Banking on the Blockchain".

Smart property e smart contract

Prima di passare all'analisi del *crowdfunding*, l'ultima evidenza che verrà proposta con riferimento all'applicabilità della tecnologia *blockchain* al sistema finanziario, è data dagli *smart contract*.

Come si è analizzato precedentemente, la *blockchain* può essere utilizzata per qualsiasi forma di inventario, registro e scambio di *asset*, a condizione che esso possa essere ricollegabile ad un codice numerico, considerando sia beni tangibili che intangibili e spaziando in ogni area dell'economia: si deduce chiaramente come questo nuovo utilizzo permetta di utilizzare la tecnologia dei *distributed ledger* a praticamente tutti i segmenti esistenti nel *business*.

Infatti uno degli sviluppi più interessanti della tecnologia *blockchain* è rappresentato dalla contrattazione *smart*, mediante cui alcune clausole vengono definite secondo un codice binario e la loro esecuzione, al verificarsi di determinate condizioni definite a priori, sarà automatica¹²⁶.

È in questo contesto che si inserisce il discorso della *smart property* e ancora più in generale dello *smart contract*: il concetto generale di una *smart property* è quello di considerare tutte le proprietà attraverso modelli basati sulla tecnologia *blockchain*.

A questo punto le proprietà che vengono codificate tramite il sistema *blockchain*, diventando *smart properties*, sono trattabili/negoziabili attraverso *smart contracts*.

Per generalizzare, quindi, è possibile definire le *smart property* come proprietà la cui titolarità è controllata tramite *blockchain*, utilizzando contratti che si basano sulle leggi esistenti nei diversi paesi.

La caratteristica e la finalità principale di questo sistema è quello di avere la possibilità di controllare/monitorare la titolarità e l'accesso ad uno specifico *asset*, dal momento che quest'ultimo è stato registrato all'interno del sistema come *asset* digitale.

Il concetto dello *smart property* si inserisce all'interno di un discorso più generale che è quello dello *smart contract*, ovvero contratti tradotti in codice che si auto-eseguono e che si applicano in maniera automatica alle proprie clausole¹²⁷.

¹²⁶ Fonte: "Introduzione agli *smart contract*- Workshop – Smau Firenze 2016

¹²⁷ Fonte: "Smart contracts, la vera rivoluzione della *blockchain*"; Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.a; www.icbpi.it

Quindi uno *smart contract* può essere definito dettagliatamente come un contratto avente la capacità di entrare in esecuzione da solo e far garantire il rispetto delle proprie clausole autonomamente, senza l'intervento di un soggetto esterno.

Lo *smart contract*, scritto in un linguaggio facilmente eseguibile da un computer, prevede benefici, obblighi e sanzioni che sono vantaggio o svantaggio delle controparti dell'accordo.

È chiaro come un immediato vantaggio di questo tipo di soluzione, dal momento che si auto-esegue e che contiene tutte le informazioni riguardanti i diritti e la proprietà, è rappresentato dalla capacità di questo strumento di risolvere o quantomeno mediare il rischio di controparte.

Grazie alla loro affidabilità, autonomia ed indipendenza saranno in grado di rendere le relazioni tra i vari attori più efficienti, economiche e trasparenti, portando la tecnologia *blockchain* a minimizzare i problemi nella realizzazione dei vari contratti e conseguentemente aiutando le imprese a snellire i processi ed i costi associati ad errori contrattuali.

Il concetto di *smart contract* può essere diviso in tre componenti distinte:

1. l'identificazione di una clausola contrattuale con un codice;
2. l'identificazione degli eventi che attivano questa clausola contrattuale con messaggi inviati al programma;
3. l'ideazione di un meccanismo che pone in essere gli effetti previsti dalla clausola contrattuale

In questo contesto una volta che le diverse controparti abbiano istituito uno *smart contract*, concordandone ed accentandone le clausole, gli effetti derivanti non sono più collegati alla volontà dei soggetti.

Ovviamente è necessario realizzare un processo, un meccanismo che garantisca la fiducia che i diversi soggetti pongono nello *smart contract*: generalmente le garanzie richieste includono la non modificabilità del codice e la certezza che i messaggi vengano inviati solamente da chi è autorizzato a farlo.

Quindi in sintesi secondo la tecnologia *blockchain*, gli accordi e le transazioni che vengono stipulate non sono concluse per forma scritta, ma attraverso un codice crittografo contenente al suo interno le diverse condizioni e i vari termini definiti inizialmente dalle parti.

Inoltre è possibile schematizzare le caratteristiche principali degli *smart contract* nel modo seguente:

- sono in forma digitale;
- i termini e le condizioni stabilite dai soggetti non esistono in forma scritta ma solamente sotto forma di codici crittografici;
- questi “codici” possono essere visualizzati sia da persone che da *hardware*, ovvero oggetti;
- sono irrevocabili: una volta sottoscritti i vari accordi essi non possono più essere modificati fino alla completa ed automatica esecuzione del contratto.

Una volta esaminati i vantaggi è necessario evidenziare le problematiche, essenzialmente legali, correlate agli *smart contract*¹²⁸.

In primo luogo, uno dei problemi riscontrabili è legato all’efficacia ed alla vincolatività di questo tipo di contratti: secondo la legge italiana affinché un codice definisca un contratto, deve contenere gli elementi descritti nell’art. 1325¹²⁹ del codice civile.

All’interno di una tecnologia *blockchain*, più nello specifico negli *smart contract*, questi elementi risultano essere di difficile individuazione ed interpretazione.

In secondo luogo, un altro aspetto da tenere in considerazione riguarda la modalità di sottoscrizione e conseguentemente l’efficacia di sottoscrizione degli *smart contract*: secondo il D.Lgs. 82/2005, qualora la sottoscrizione avvenisse per firma digitale, essa avrebbe la stessa validità ed efficacia di una scrittura privata, definita ai sensi dell’art. 2702¹³⁰ del codice civile.

Infine, è necessario considerare che più lunga sarà la durata del contratto, meno “*smart*” sarà il contratto stesso: è infatti riscontrato che questa tipologia di contratti risulterebbe estremamente efficiente per quei trasferimenti di valore caratterizzati dall’istantaneità dell’esecuzione o quantomeno da un breve periodo di tempo intercorrente tra la fase del *signing* e quella del *closing*.

¹²⁸ Fonte: D. Di Maio e G. Rinaldi: “Blockchain e la rivoluzione legale degli Smart Contracts”; www.dirittobancario.it

¹²⁹ Fonte: Art.1325 del Codice Civile; I requisiti del contratto sono: l’accordo delle parti, la causa, l’oggetto, la forma.

¹³⁰ Art.2702 Codice Civile. Efficacia della scrittura privata; La scrittura privata fa piena prova, fino a querela di falso, della provenienza delle dichiarazioni di chi l’ha sottoscritta, se colui contro il quale la scrittura è prodotta ne riconosce la sottoscrizione, ovvero se questa è legalmente considerata come riconosciuta.

All'opposto a causa delle loro immutabilità, risulterebbe difficile e di basso valore collegare la vicenda del rapporto contrattuale ad avvenimenti/condizioni esterne, programmando il codice in modo tale che l'accordo cambi forma in relazione ad eventi successivi alla stipula dello stesso.

In conclusione, è chiaro come sia necessario incrementare il numero di normative ed attuare opportune iniziative regolamentari al fine di conferire sempre più valore e praticità a questa innovazione tecnologia che già ha riscontrato un ampio successo nell'ambito finanziario.

Bisognerà quindi essere in grado di intercettare la modalità con cui poter strutturare nuove modalità di *business* a favore dei diversi operatori esistenti nel mercato.

Una volta definite le caratteristiche della *blockchain*, le sue modalità di funzionamento, i principali campi di applicazione ed i relativi rischi/benefici, il capitolo si pone l'obiettivo di analizzare l'evoluzione e la portata che il *crowdfunding* sta avendo come fonte alternativa di finanziamento, al fine di aiutare le PMI nella raccolta delle risorse monetarie necessarie all'espansione della loro attività.

Verrà data anche evidenza del progetto iniziato lo scorso anno da BNP Paribas Securities Services avente lo scopo di permettere anche alle imprese di dimensioni minori di poter collocare i propri titoli obbligazionari direttamente sul mercato, tramite piattaforme internet, per poter effettuare più velocemente l'attività di *fundraising*.

3.3 TECNOLOGIA BLOCKCHAIN E CROWDFUNDING

Un altro importante esempio di come i servizi finanziari si siano evoluti grazie ai modelli decentralizzati basati sulla tecnologia *blockchain* è il *crowdfunding*.

Infatti, come si è avuto modo di analizzare nei capitoli precedenti le imprese, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni, stanno incominciando a comprendere ed a sfruttare le potenzialità della tecnologia *blockchain* per poter ottenere risorse aggiuntive. A supporto di questa affermazione, da un articolo pubblicato dai AIFI il 4 ottobre di questo anno si è evidenziato come il *blockchain* rappresenti una "calamita di capitali": il giro d'affari registratosi è aumentato dal 2016 ai primi 9 mesi del 2017 di circa il 45%, passando da un valore di 2,5 ad uno di 4,5 miliardi di dollari; inoltre si stima che esso salirà fino a 19,9 miliardi di dollari nel 2025.

Dal momento che la tecnologia *blockchain* è alla base del funzionamento delle criptovalute, ed essendo queste ultime non altro che un *file* contenente un valore di credito, il nome del proprietario ed altre informazioni alfanumeriche, risulta intuibile dedurre come sia possibile utilizzare questi *file* anche nel mondo dei *mini-bond* e di tutte le operazioni di raccolta fondi. Questo consentirebbe quindi di creare un mercato secondario, efficiente ed economico, in cui le imprese possono negoziare strumenti finanziari illiquidi o di dimensioni troppo ridotte per poter essere ammessi alla quotazione su mercati borsistici regolamentati.

È in questo contesto che si colloca il *crowdfunding* ovvero la possibilità per le imprese, attraverso piattaforme sul web, di raccogliere finanziamenti sul web: in seguito si descriverà dettagliatamente l'operazione di BNP Paribas Services, la quale lo scorso anno ha annunciato il lancio di un *marketplace* che utilizza piattaforme di *crowdfunding*, per permettere ad imprese emittenti di collocare i propri titoli obbligazionari via internet¹³¹.

Funzionamento e trend del mercato

Dal momento che i canali tradizionali di accesso al credito, come il prestito bancario, non sono più in grado di fornire risorse necessarie alle imprese per svilupparsi, negli ultimi anni esse hanno iniziato ad avvalersi di modalità di finanziamento alternativi, tra cui il *crowdfunding*.

Questa nuova forma di finanziamento, grazie anche alla tecnologia *blockchain*, si avvale di internet al fine di permettere alle imprese, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni, un accesso al credito semplificato e sicuramente più veloce¹³².

È possibile distinguere diverse tipologie di *crowdfunding*¹³³:

- *donation based*: focalizzato su associazioni e ONG al fine di trovare fondi per iniziative *no-profit* ed umanitarie;
- *reward based*: si tratta di una vera e propria sponsorizzazione che viene ricompensata secondo le modalità e le tempistiche decise dal beneficiario;
- *ibride*: unisce diverse modalità di finanziamento;

¹³¹ Fonte: Osservatorio Mini-bond; 3° Report Italiano sui mini-bond; Febbraio 2017

¹³² Fonte: "Crowdfunding: cos'è e come funziona"; www.pmi.it

¹³³ Fonte: "Crowdfunding: ecco le principali piattaforme italiane per la raccolta di fondi online"; www.studiocataldi.it

- *equity based*: dal momento che l'investimento avviene attraverso la sottoscrizione del capitale di rischio, il finanziatore acquisisce lo *status* di socio dell'impresa in oggetto;
- *lending based*: l'investimento avviene mediante la sottoscrizione di un prestito e a scadenza il finanziatore, secondo le modalità di rimborso definite nel contratto, riceverà il capitale prestato più gli interessi.

La trattazione si focalizzerà per ovvi motivi, sul *lending based*, ovvero un modello alternativo che permette di raccogliere denaro attraverso una piattaforma web che poi andrà a fornire le risorse necessarie sotto forma di prestito: in questo caso la piattaforma gestisce le varie richieste di finanziamento ricercando individui disponibili a fornire denaro, ricevendo ovviamente in cambio una remunerazione del capitale sotto forma di interessi.

Inoltre, come mostra la figura 23 sottostante, generalmente la piattaforma di *lending* seleziona il prestito affiancandogli un *rating* e suddividendolo tra i diversi investitori già acquisiti precedentemente al fine di frazionarne il rischio (cd modello diffuso), oppure può presentarlo indistintamente agli individui presenti in internet (cd modello diretto), i quali possono decidere se finanziare o meno l'iniziativa.

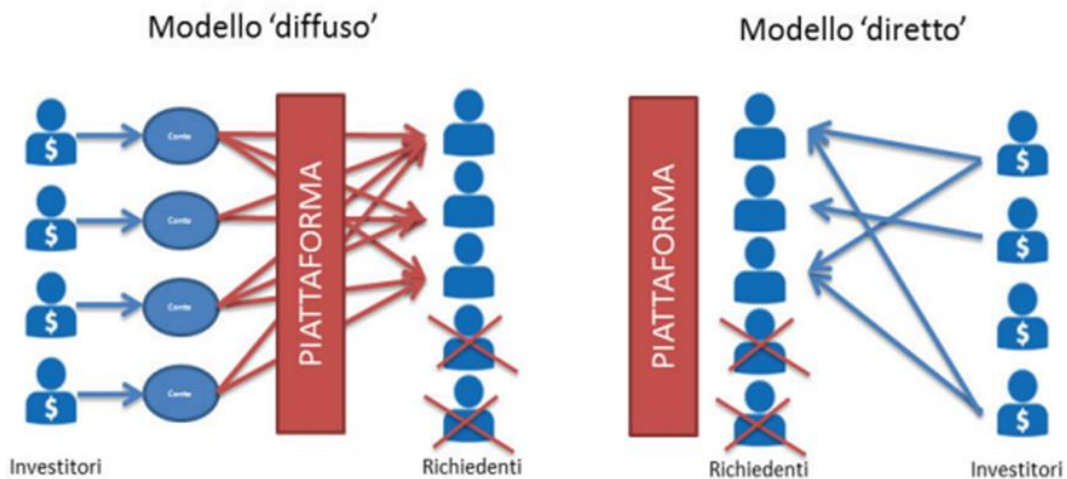


Figura 23 *I modelli del lending crowdfunding*

Risulta chiaro come nel modello diffuso ci sia un ruolo attivo della piattaforma, coinvolta inizialmente nel valutare e selezionare le diverse richieste di credito ricevute ed infine nel collocamento del capitale investito tra le diverse società.

Infatti in questo caso i finanziatori, mettendo a disposizione sulla piattaforma un certo ammontare di denaro, forniscono indicazioni per quanto concerne il tasso di interesse atteso ed il loro *risk appetite*, ovvero la loro combinazione ideale di rischio-rendimento: a questo punto sarà la piattaforma stessa, secondo le varie informazioni ricevute, a decidere la destinazione dei fondi.

I creditori non potranno accedere *ex ante* alle informazioni riguardanti il soggetto finanziato, ma potranno conoscerne solamente la loro la capacità di reddito ed alcune caratteristiche generali: una volta divenuti finanziatori, avranno accesso ad informazioni più dettagliate.

È chiaro come, dal momento che la piattaforma ha già a disposizione i fondi, il principale vantaggio per le imprese di questo modello consiste nella possibilità di ottenere risorse in brevissimo tempo, non appena la richiesta viene accettata.

Al contrario di questo schema, nel secondo modello esposto, il modello diretto, si dà all'investitore la possibilità di visualizzare, *ex ante* attraverso il web, le caratteristiche del richiedente e conseguentemente l'opportunità di scegliere il soggetto a cui prestare denaro, basandosi ovviamente sul rapporto tra rischio e rendimento atteso.

In questo caso, infatti, il processo inizia dall'analisi dei soggetti richiedenti che prima, vengono assoggettati alla valutazione del rischio da parte della piattaforma, poi la decisione passa ai creditori che sceglieranno l'ammontare da investire.

In questo modello, poiché la piattaforma agisce solamente nella pre-selezione dei progetti che verranno poi resi visibili agli investitori, il rischio di insolvenza è più elevato: l'effetto di diversificazione dei portafogli dei vari prestatori non viene più effettuato inizialmente dalla piattaforma.

A questo punto, prima di passare ad esaminare il caso di emissione di *mini-bond* attraverso l'utilizzo della piattaforma *blockchain*, è interessante evidenziare il trend e l'ammontare che il *lending crowdfunding* ha raggiunto nel nostro paese.

Al 30 giugno 2017 i numeri registrati in Italia, considerando solamente i prestiti effettuati alle imprese, sono significativi: anche se il numero di piattaforme attive è limitato, solo 3¹³⁴, esse hanno raccolto un ammontare pari 15 milioni di euro e finanziato circa 261 imprese, di cui la maggioranza (il 75,8%) fatturano meno di 2 milioni di euro¹³⁵.

¹³⁴ BorsadelCredito.it; Lendix e Prestacap

¹³⁵ Fonte: Osservatorio del Crowdfunding; 2° Report Italiano sul *Crowdfunding*; Luglio 2017

Dal momento che le piattaforme Lendix e Prestacap sono entrante nel mercato solamente nel corso di questo anno, di seguito verrà analizzato il caso di BorsadelCredito.it, portale con più anni di esperienza alle spalle: la figura sottostante mostra le classi di fatturato e le aree di *business* delle imprese finanziate.

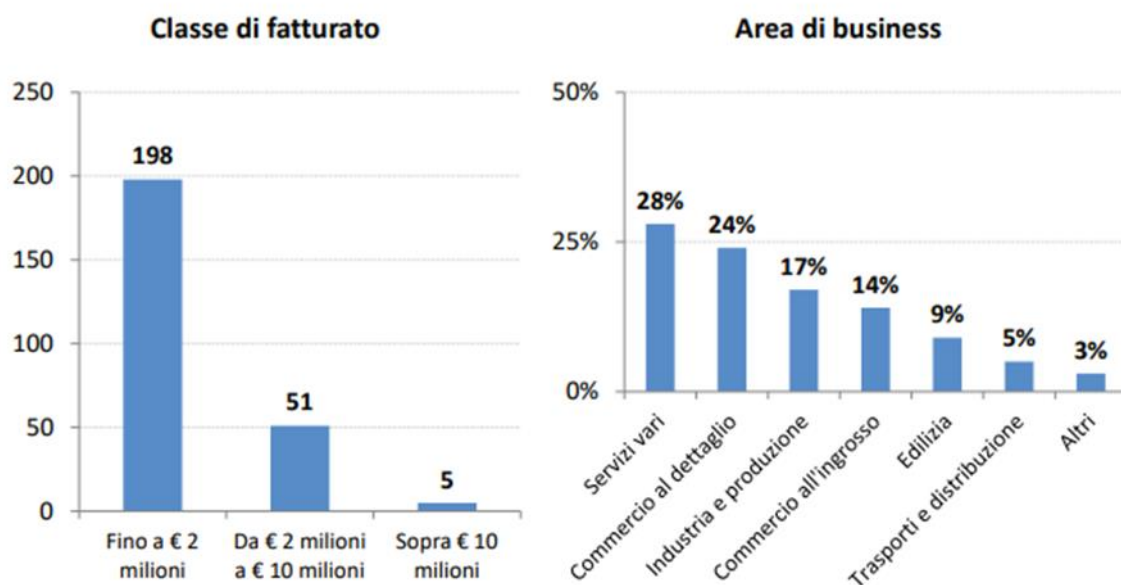


Figura 24 Prestiti erogati da BorsadelCredito.it: classi di fatturato e area di business delle imprese finanziate.

Si nota come su 254 imprese finanziate, circa il 78% dei fondi è stato destinato verso società con un fatturato di piccole dimensioni, a seguire il 20% su società aventi un fatturato compreso in un *range* tra 2 e 10 milioni di euro ed una percentuale minima ad imprese con un valore di fatturato importante.

Inoltre per quanto riguarda la distribuzione settoriale, le percentuali più alte sono riscontrabili nella categoria dei servizi vari e del commercio al dettaglio, con percentuali rispettivamente del 28% e del 24%; il manifatturiero si colloca al terzo posto con una percentuale del 17%.

Inoltre, in base al 2° Report italiano sul CrowdInvesting, l'importo medio finanziato alle imprese registra un valore di 40.412 di euro, ammontare maggiore di quello registratosi lo scorso anno, a segno che le imprese stanno incominciando a capire l'importanza di queste nuove modalità di finanziamento alternative e più veloci in grado di supportare progetti strategici di crescita e internazionalizzazione.

In conclusione la crescita della raccolta di fondi attraverso Borsa del Credito e l'ingresso nel mercato di due ulteriori piattaforme ha spinto in maniera determinante l'introduzione del *lending crowdfunding* in Italia a sostegno delle PMI del nostro paese, le quali riescono a raccogliere risorse sul mercato in maniera molto più rapida ed economica.

Ritengo interessante riportare alcuni esempi lampanti di imprese italiane che hanno utilizzato le piattaforme in internet per la raccolta di fondi: MNR Electronic, Sanident S.r.l., ST Protect S.p.a e Valli Zabban S.p.a.

La prima ha ottenuto un finanziamento di 10.000 euro, utilizzato pienamente per la copertura dei costi di produzione, certificazione e realizzazione di due nuovi prodotti elettronici. Invece l'ammontare richiesto da Sanident Srl, centro di cure odontoiatriche di Milano, è stato decisamente superiore: essa ha raccolto 100.000 di euro al fine di finanziare la proprietà attività, attraverso l'acquisto di due nuovi macchinari. Davide Malacrinò, responsabile della qualità, ha affermato che *“per alcune operazioni e senza aspettare i tempi infiniti delle banche è fondamentale un sistema alternativo, come il crowdfunding, che fornisce denaro: in tre giorni ottenere liquidità per la realizzazione di un progetto a breve termine è qualcosa che non saprei dove trovare altrove¹³⁶”*.

Infine le ultime due società, ST Protect S.p.a e Valli Zabban S.p.a, hanno raccolto rispettivamente 400.000 e 500.000 euro al fine di sviluppare e consolidare i propri *business* di riferimento.

3.4 MINI-BOND E TECNOLOGIA BLOCKCHAIN

In Europa, lo strumento del *crowdfunding* come fonte di finanziamento alternativa per le PMI, richiede l'intervento di una regolamentazione da parte delle diverse autorità di controllo del mercato, precisamente l'*European Securities and Market Authority* (ESMA) in Europa e la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) nel nostro paese.

Come si è avuto modo di accennare anche nei capitoli precedenti, una delle novità più importanti avutesi nel corso dello scorso anno è ricollegabile ad un'iniziativa del Governo francese che ha promulgato una nuova normativa che permette a PMI di emettere titoli obbligazioni via internet, attraverso l'utilizzo di piattaforme di *crowdfunding*, e di

¹³⁶ Fonte: Osservatorio del Crowdfunding; 2° Report Italiano sul Crowdfunding; Luglio 2017

registrare i vari contratti di investimento nei *mini-bond* sfruttando l'utilizzo della tecnologia *blockchain*.

Una delle banche che ha immediatamente sfruttato questa nuova opportunità è stata BNP Paribas Securities Services: il progetto è ancora del tutto sperimentale ed i primi pagamenti effettuati in diverse valute, condotti a dicembre 2016, hanno coinvolto diverse imprese clienti, tra cui alcune italiane.

Per contestualizzare la portata dell'innovazione è importante riportare che la notizia è arrivata verso settembre dello scorso anno quando la banca francese BNP Paribas ha rivelato che la sua divisione *securities services* stava lavorando e sperimentando una piattaforma *blockchain* tramite la quale gli investitori *retail* avrebbero potuto avere la possibilità di sottoscrivere *mini-bond* e quindi di prestare denaro alle imprese al fine di supportarne lo sviluppo.

Infatti secondo il *Financial News* la banca ha costruito una *distributed ledger platform* in grado di registrare e tracciare tutte le emissioni di *mini bond* emesse attraverso la piattaforma: chiaramente per fare ciò sono state messe in piedi *partnership ad hoc* con diverse startup di *crowdfunding* francese, tra cui Enerfip, Lendosphere e SmartAngels.

Il governo francese sta incoraggiando e spingendo le nuove startup di *crowdfunding* a considerare l'utilizzo della tecnologia *blockchain*, invece che i metodi più tradizionali, per garantire l'autenticazione e la veridicità delle transazioni.

Nell'ambito delle *partnership* citate in precedenza, BNP Paribas Securities Services sta lavorando su un *distributed ledger* al fine di avere traccia di tutti i *mini-bond* emessi sulla piattaforma e registrare tutte le transazioni correlate ed i diversi cambi di proprietà: chiaramente sia gli emittenti che gli investitori potranno beneficiare di un processo standardizzato in grado di assicurare la rapidità, l'efficienza, la sicurezza e la trasparenza delle operazioni.

A sostegno dell'importanza e della portata dell'iniziativa è possibile riportare le parole di Marc Younes, responsabile della direzione aziendale di *Innovation & Digital Lab* di BNP Paribas Securities Services, il quale ha dichiarato che la piattaforma se da una parte andrà a beneficio delle PMI che non sono in grado di raccogliere fondi sufficienti in altro modo, dall'altro lato permetterà di gestire e di standardizzare la gestione dei

mini-bond al fine di razionalizzare ed ottimizzare le tempistiche ed i costi associati al collocamento¹³⁷.

Infatti l'obiettivo principale che sta cercando di raggiungere la banca francese è quello di espandere il più possibile la tecnologia *blockchain* al fine di aiutare anche le imprese di piccole e medie dimensioni a collocare titoli obbligazionari sul mercato, attraverso le nuove piattaforme di *crowdfunding*.

In conclusione sembra che la tecnologia *blockchain* e le piattaforme di *crowdfunding* risultino essere particolarmente adatte alle esigenze di raccolta fondi da parte di imprese di dimensioni minori, dal momento che il volume delle transazioni scambiate è tipicamente inferiore rispetto alle operazioni effettuate da società quotate.

Inoltre un beneficio importante che potrebbe scaturire dall'applicazione di questa nuova tecnologia sembrerebbe collegarsi alla possibilità di standardizzazione del processo di emissione e collocamento di *mini-bond*, che scaturirebbe quindi in una maggiore sicurezza e trasparenza delle informazioni circolanti¹³⁸.

Grazie anche alla testimonianza del Regno Unito, che solamente nel 2015 ha raccolto più di 6 milioni di sterline attraverso emissioni di *mini-bond* tramite le piattaforme di *crowdfunding* (registrando una crescita di circa il 50% rispetto all'anno precedente), risulta chiaro come la tecnologia *blockchain* possa rappresentare il futuro dell'industria finanziaria in un'ottica di snellimento dei processi per quanto concerne, per esempio, la raccolta di fondi¹³⁹.

Per concludere la prima metà del discorso è facilmente intuibile dedurre come la tecnologia *blockchain* e più in generale le soluzioni DLT, basandosi su piattaforme *real-time*, *open source* e garantendo un'alta affidabilità e sicurezza nella trasmissione dei dati, saranno in grado in un futuro di aiutare, da una parte le banche sia a ridurre il costo di elaborazione dei pagamenti sia a sviluppare nuovi prodotti/servizi in grado di aumentare le fonti di ricavi, e dall'altra parte le PMI a raccogliere fondi in maniera semplificata e più rapida. Inoltre è evidente la necessità per gli istituti finanziari di cooperare e di collaborare per realizzare una rete universale che sia in grado di supportare soluzioni di pagamento globali.

¹³⁷ Fonte: "French bank BNP is testing blockchain for mini-bonds", 2016

¹³⁸ Fonte: "BNP Paribas Announces New mini-bond blockchain platform", 2016

¹³⁹ "Fonte: BNP Paribas looking at blockchain expansion: BNP's initiative will expand blockchain into private stocks", 2016

Come si è accennato nell'introduzione, l'obiettivo principale della seconda metà del capitolo è quello di analizzare un caso pratico aziendale di emissione di *mini-bond*, a riprova dell'importanza che questa nuova forma di *funding* sta avendo in Italia soprattutto nel sostegno delle PMI.

Per introdurre questa parte è necessario contestualizzare la situazione: I.CO.P S.p.A è una società di Udine specializzata in costruzioni edili e stradali e pochi mesi fa ha quotato sul segmento ExtraMOT PRO la seconda *tranche* di un'emissione di *mini bond* da 12 milioni di euro totali.

Nei prossimi paragrafi verranno analizzate le motivazioni del collocamento definite nel piano strategico industriale, l'analisi finanziaria-patrimoniale sia con riferimento ai dati del bilancio consolidato del gruppo, sia specificamente al soggetto emittente ed infine si esamineranno le caratteristiche tecniche dell'emissione, al fine di comprendere il motivo per cui l'azienda non sia stata in grado di ricorrere nuovamente al prestito bancario ma abbia puntato alla raccolta di debito nel mercato.

3.5 I.CO.P S.P.A: MOTIVAZIONI DEL COLLOCAMENTO

Il Gruppo ICOP, fondato nel 1914 e rinominatosi nel 1965 ICOP S.p.A, è un'azienda del Friuli Venezia Giulia attiva nell'implementazione di costruzioni edili e stradali, sottopassi ferroviari, micro-tunnel ed opere di difesa idraulica.

Il *core business* di questa impresa comprende quattro diverse linee di specializzazione¹⁴⁰:

1. Ponti e Viadotti,
2. Sottopassi;
3. Sottosuolo
4. *Micro-tunneling*

Come si è accennato precedentemente la società capogruppo ha deciso di emettere *mini-bond* al fine di sostenere finanziariamente il proprio piano di sviluppo definito nel *business plan* industriale, avente come finalità primaria la crescita ed il consolidamento sia nel mercato di riferimento, sia in segmenti simili di operatività.

Nello specifico, il piano prevede l'impiego di risorse per un ammontare pari a 12.000.000,00 di euro da utilizzare nella crescita di tre linee strategiche di *business*:

¹⁴⁰ Fonte: www.bebeez.it

- investimenti aventi come scopo l'acquisto di attrezzatura e macchinari indispensabili alla realizzazione di nuove commesse;
- rafforzamento della forza lavoro operativa per fronteggiare da una parte le nuove esigenze derivanti dallo sviluppo della *partnership* con il Gruppo Eiffage, dall'altra l'aumento di domanda nella realizzazione di commesse su mercati internazionali;
- consolidamento della struttura estera sia grazie all'aumento incrementale della presenza in quei mercati ritenuti strategicamente interessanti, sia attraverso la semplificazione e razionalizzazione della struttura esistente in quei mercati in cui il Gruppo opera sporadicamente.

Se si analizza ancora più nel dettaglio, con riferimento alle quattro linee di specializzazione precedentemente citate, lo sviluppo del gruppo si articolerà in tre aree distinte, aventi caratteristiche e finalità differenti¹⁴¹:

1) **Friuli Venezia Giulia**

Relativamente al territorio italiano, dal momento che la società emittente nel Friuli Venezia Giulia rappresenta il secondo operatore per *market share*, la strategia del Gruppo punta a concentrarci la maggior parte della propria attività.

In particolare si prevede l'incremento nei prossimi anni del numero di appalti e lavori pubblici, il rafforzamento del rapporto con ANAS ed un investimento nel corso del 2017 di circa 3,4 milioni di euro al fine di acquistare attrezzature adatte per la realizzazione della Piattaforma Logistica di Trieste.

2) **Fondazioni/Sottosuolo**

Attraverso la *partnership* instaurata con il Gruppo Eiffage la società punta ad accrescere in maniera incrementale la propria attività nel settore delle fondazioni.

Il Gruppo utilizzerà i proventi ottenuti dall'emissione per:

- investimenti in macchinari, per un ammontare di circa 2 milioni di euro, aventi caratteristiche tecniche e tecnologiche di elevato livello;
- assunzione di personale di cantiere *ad hoc* da collocare nei progetti specifici in Francia;

¹⁴¹ Fonte: Documento di Ammissione, ICOP S.p.A, 2017

- rafforzamento della presenza in territorio sudamericano nelle aree di maggiore interesse strategico.

Inoltre si prevede che nel prossimo anno, grazie alla *partnership* citata precedentemente, la società sarà in grado di ottenere una commessa per un valore pari a 50 milioni di euro, di cui solo 25 milioni andranno ad ICOP S.p.A ed il restante al Gruppo Eiffage.

3) **Microtunnel**

Per quanto concerne l'attività della società nel settore dei microtunnel, la strategia dell'azienda nel corso del 2017 punta ad utilizzare le nuove risorse ottenute dall'emissione al fine di consolidare e terminare le commesse già acquisite o in via di definizione: per poter eseguire nei tempi concordati le attività in corso, ICOP prevede di effettuare investimenti per un ammontare pari a 1,7 milioni di euro.

Infine il Gruppo sta puntando ad una razionalizzazione della propria struttura organizzativa al fine di renderla più snella e focalizzata sulle attività di maggior valore, eliminando di conseguenza tutte le operazioni che non necessitano di un lavoro continuativo.

In conclusione, in aggiunta agli investimenti effettuati dalla società per l'acquisizione di attrezzature e l'assunzione di personale specializzato in grado di completare in maniera efficiente il portafoglio ordini già acquisito, una quota delle risorse raccolte sul mercato verrà impiegata al fine di supportare l'incremento atteso del capitale circolante della capogruppo, a fronte dell'aumento del numero di commesse attese nei prossimi anni¹⁴².

Una volta analizzate le caratteristiche principali della società, le motivazioni alla base del collocamento dei titoli obbligazionari, sia attraverso l'esame dei punti di forza delle diverse aree strategiche di *business*, sia delle diverse somme da allocare nei prossimi anni in specifici progetti, il prossimo paragrafo ha l'obiettivo di descrivere la situazione economico-finanziaria dell'azienda al fine di comprendere al meglio la scelta della società di affidarsi al mercato per la raccolta di fondi.

¹⁴² In particolare ci si riferisce alla commessa del valore di 100 milioni di euro che verrà realizzata nel corso di questo anno ed in quello successivo, riguardante il progetto di sviluppo del Porto di Trieste. Fonte: Documento di Ammissione, ICOP S.p.A, 2017.

3.6 GRUPPO I.CO.P S.P.A: ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA

Al fine di analizzare al meglio la situazione finanziaria del Gruppo alla chiusura dell'ultimo bilancio e, conseguentemente, al fine di comprendere le motivazioni che hanno portato all'emissione di *mini-bond* a scapito del classico debito bancario, la figura sottostante mostra la classificazione degli impegni e delle fonti di capitale (effettuata attraverso metodo finanziario) riportando i principali aggregati dell'attivo e del passivo¹⁴³.

	Anno 2015	%	Anno 2016	%
ATTIVO FISSO(AF)	34.391.121	32,18	33.276.698	25,96
Immobilizzazioni immateriali(I imm)	2.925.812	2,74	3.003.379	2,34
Immobilizzazioni materiali(I mat)	26.509.827	24,80	25.344.103	19,77
Immobilizzazioni finanziarie(I fin)	4.955.482	4,64	4.929.215	3,85
ATTIVO CIRCOLANTE(AC)	72.490.989	67,82	94.919.728	74,04
Magazzino(M)	33.192.304	31,06	52.989.536	41,33
Liquidità differite(Ld)	34.927.252	32,68	34.882.003	27,21
Liquidità immediate(Li)	4.371.434	4,09	7.048.189	5,50
CAPITALE INVESTITO(CI)	106.882.110	100,00	128.196.426	100,00
MEZZI PROPRI(MP)	12.225.492	11,44	12.199.725	9,52
PASSIVITA' CONSOLIDATE(Pcons)	14.169.599	13,26	17.421.542	13,59
Finanziarie(PconsF)	11.864.249	11,10	15.099.572	11,78
Non finanziarie(PconsNF)	2.305.350	2,16	2.321.971	1,81
PASSIVITA' CORRENTI(Pcorr)	80.487.020	75,30	98.575.158	76,89
Finanziarie(PcorrF)	27.807.392	26,02	28.802.569	22,47
Non finanziarie(PcorrNF)	52.679.628	49,29	69.772.589	54,43
CAPITALE DI FINANZIAMENTO(CF)	106.882.110	100,00	128.196.425	100,00

Figura 25 Andamento Finanziario e Patrimoniale del Gruppo

Si nota chiaramente come da un punto di vista patrimoniale, dal 2015 al 2016 ci sia stata una riduzione del 3% dell'attivo fisso e parallelamente un incremento del 23,6% dell'attivo circolante: il risultato sul capitale investito è un aumento del 17%, passando dal registrare un valore di 106,8 milioni a fine 2015 ad uno di 128,1 milioni di euro l'anno successivo.

All'opposto il bilancio mostra nel corso dell'esercizio un aumento della passività, sia per quanto riguarda quelle consolidate, che aumentano del 19%, sia per quanto concerne quelle correnti, registranti un incremento del 18%.

¹⁴³ Fonte: Bilancio Consolidato ICOP S.p.A: chiusura contabile al 31 Dicembre 2016.

È facilmente deducibile come l'impatto finale sia un aumento del capitale di finanziamento che si incrementa di circa 21 milioni di euro in un solo anno.

Per dare un'evidenza ancora più chiara dell'incidenza del debito sui dati aziendali, la figura sottostante riporta i principali indici di indebitamento effettuandone un confronto tra le chiusure del bilancio del 2015 e quella dell'ultimo anno disponibile¹⁴⁴.

Indici di composizione delle fonti	2015	2016
Indice di autonomia finanziaria (Mezzi pr./Cap di finanzia)	11,44%	9,52%
Indice di indebitamento (Tot passività/Cap di finanzia)	88,56%	90,48%
Indice di indebitamento a m-lt (Passiv Consol/Capit di finanzia)	13,26%	13,59%
Indice di indebitamento a b/t (Passiv Correnti/Capit di finanzia)	75,30%	76,89%

Figura 26 *Indici di Indebitamento*

Come verrà riproposto in maniera dettagliata successivamente analizzando le voci che compongono il passivo dello Stato Patrimoniale, il peso delle passività finanziarie sul valore totale del capitale di finanziamento è aumentato in maniera considerevole dal 2015 al 2016, fino ad incidere alla chiusura del bilancio il 90,48% del totale.

Infatti, gli indicatori di indebitamento registrano considerevoli oscillazioni rispetto ai risultati registrati alla fine dell'esercizio precedente, con una copertura dei mezzi propri inferiore rispetto al capitale complessivo di finanziamento: infatti, se a fine 2015 il rapporto tra mezzi propri e capitale di finanziamento era dell'11,44%, un anno dopo risulta diminuita di circa 2 p.p., arrivando ad una percentuale di circa il 10%.

Al fine di avere una visione completa di quella che era in generale la situazione dell'azienda alla chiusura dell'ultimo bilancio, la figura sottostante illustra il valore dei principali indicatori di redditività aziendale¹⁴⁵.

¹⁴⁴ Fonte: Bilancio Consolidato ICOP S.p.A: chiusura contabile al 31 Dicembre 2016; indici di indebitamento

¹⁴⁵ Fonte: Bilancio Consolidato ICOP S.p.A: chiusura contabile al 31 Dicembre 2016; indici di redditività

Indici di redditività		2015	2016
ROE (Return On Equity)	RN/MP	10,44%	1,14%
ROE lordo (EBT)	RL/MP	7,84%	5,10%
ROI (Return On Investment)	RO/CION	6,74%	4,27%
RONA Normalizzato	ROGP/CIN	4,86%	3,99%
ROS (Return on Sales)	RO/Rv	3,81%	2,34%
ROP (Return on Production)	RO/VP	3,66%	2,20%

Figura 27 Indici di Redditività

Si nota chiaramente come anche gli indici di redditività aziendale siano peggiorati rispetto a quelli registrati a fine dell'anno precedente: dalla relazione sulla gestione emerge come la causa principale di questa riduzione della marginalità complessiva sia da ricollegarsi all'incidenza dei costi di struttura e all'accantonamento effettuato dalla capogruppo a fronte dei crediti vantati verso la società SALP S.p.A.

L'indicatore sui cui è necessario focalizzare maggiormente l'attenzione, dal momento che misura l'efficienza di un'impresa nel generare profitti da ogni unità del patrimonio netto, è il ROE: quest'ultimo ha registrato il decremento maggiore passando da un valore del 10,44% ad uno di 102 p.p. più basso, pari all'1,14%.

In aggiunta anche il ROI, rappresentante la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica, è diminuito nel corso dell'anno di circa il 3%.

Inoltre, analizzando sempre più nello specifico, per poter meglio comprendere la composizione dell'indebitamento, di seguito si mostra la sezione D del Passivo dello Stato Patrimoniale del Bilancio Consolidato dell'azienda oggetto di analisi.

Prima di entrare nel dettaglio, è importante riportare la metodologia di valutazione definita nella nota integrativa, secondo cui i debiti vengono rilevati in bilancio attraverso il criterio del costo ammortizzato, tenendo in considerazione il fattore temporale.

Infatti, il D. Lgs.139/2015 ha introdotto alcune importanti novità per quanto riguarda le modalità di valutazione dei crediti, debiti e titoli iscritti nel bilancio d'esercizio.

Con riferimento alla valutazione dei debiti, l'art. 2426 del codice civile (primo comma, punto n°8) afferma che *“i debiti sono rilevati in bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato, tenendo conto del fattore temporale”*.

Nello specifico, secondo questa metodologia si prevede che il valore di iscrizione iniziale

di un debito sia rappresentato dal suo valore nominale, al netto degli eventuali costi di transazione e di tutti i premi, gli sconti, gli abbuoni direttamente derivanti dalla transazione che ha generato il debito stesso.

Inoltre, è necessario esplicitare che il criterio del costo ammortizzato può non essere applicato ai debiti qualora essi siano a breve termine (con scadenza inferiore ai 12 mesi), i costi di transazione siano di bassa entità rispetto al valore nominale e qualora il tasso di interesse effettivo non sia significativamente diverso da quello presente sul mercato.

Inoltre, in accordo con l'OIC 19 (Organismo Italiano Contabilità), i debiti iscritti in bilancio prima del 1° gennaio 2016, vengono rilevati al loro valore nominale.

	31/12/2016	31/12/2015
D) Debiti		
3) debiti verso soci per finanziamenti		
esigibili entro l'esercizio successivo	250.000	0
esigibili oltre l'esercizio successivo	750.000	1.000.000
Totale debiti verso soci per finanziamenti	1.000.000	1.000.000
4) debiti verso banche		
esigibili entro l'esercizio successivo	26.032.039	25.617.790
esigibili oltre l'esercizio successivo	10.637.564	6.425.331
Totale debiti verso banche	36.669.603	32.043.121
5) debiti verso altri finanziatori		
esigibili entro l'esercizio successivo	2.520.530	2.189.602
esigibili oltre l'esercizio successivo	3.010.097	3.537.344
Totale debiti verso altri finanziatori	5.530.627	5.726.946
6) acconti		
esigibili entro l'esercizio successivo	2.994.676	4.313.843
Totale acconti	2.994.676	4.313.843
7) debiti verso fornitori		
esigibili entro l'esercizio successivo	26.766.182	21.713.749
Totale debiti verso fornitori	26.766.182	21.713.749
9) debiti verso imprese controllate		
esigibili entro l'esercizio successivo	75.207	134.212
Totale debiti verso imprese controllate	75.207	134.212
10) debiti verso imprese collegate		
esigibili entro l'esercizio successivo	35.218.416	22.452.898
Totale debiti verso imprese collegate	35.218.416	22.452.898
12) debiti tributari		
esigibili entro l'esercizio successivo	538.101	855.477
esigibili oltre l'esercizio successivo	86.156	-
Totale debiti tributari	624.257	855.477
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale		
esigibili entro l'esercizio successivo	466.852	700.126
Totale debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	466.852	700.126
14) altri debiti		
esigibili entro l'esercizio successivo	3.335.575	2.237.004
esigibili oltre l'esercizio successivo	768.426	1.233.920
Totale altri debiti	4.104.001	3.470.924
Totale debiti	113.449.821	92.411.296

Figura 28 Sezione D "Debiti" dello Stato Patrimoniale Consolidato

Dall'analisi della situazione del passivo della società¹⁴⁶, risulta come il valore dei debiti sia aumentato dall'anno 2015 all'anno 2016: riportiamo di seguito nel dettaglio le quattro variazioni di maggiore rilevanza, ossia:

- 1) Debiti verso banche: il valore totale del debito è aumentato di circa il 13% da un anno all'altro, passando da un ammontare totale di circa 32 milioni di euro ad uno di 37 milioni di euro.

La composizione di questa voce di bilancio è formata principalmente da debiti a breve termine, ossia esigibili nel corso dell'anno, i quali ammontano ad un valore di circa 26 milioni di euro (il 71% del totale): ammontare più alto di circa 2 p.p. rispetto al 2015.

Con riferimento ai debiti con scadenza superiore all'esercizio, a fine 2016 essi con un valore di circa 11 milioni di euro, rappresentavano il 29% dell'ammontare totale.

Dato quindi il loro peso, la figura sottostante si focalizza sulla loro composizione¹⁴⁷:

Debiti Vs Banche €	Anno 2015	Variazione	Anno 2016
C/c ordinari	2.861.076	-33.403	2.827.673
C/ anticipi	14.508.772	-1.168.700	13.340.072
Mutui < 12 mesi	8.174.893	1.689.401	9.864.294
Mutui < 5 anni > 12 mesi	4.765.108	4.588.280	9.353.388
Mutui > 5 anni	1.733.272	-449.096	1.284.176
Totale	32.043.121	4.626.482	36.669.603

Figura 29 *Debiti verso banche*

Ad un primo impatto si nota chiaramente come il valore dei mutui aventi scadenza inferiore ai dodici mesi e quelli con scadenza in un *range* tra i 12 mesi ed i 5 anni siano aumentati rispettivamente di circa 1,7 e 4,6 milioni di euro. Al contrario, quelli con scadenza a lungo termine (maggiore ai 5 anni) risultano essere diminuiti del 26% dall'anno 2015 all'anno 2016.

In ogni caso la diminuzione dei debiti, con riferimento ai c/c ordinari, c/anticipi e mutui >5 anni, non è stata abbastanza consistente per compensare l'aumento dei

¹⁴⁶ Fonte: Bilancio Consolidato ICOP S.p.A: chiusura contabile al 31 Dicembre 2016; Passivo dello Stato Patrimoniale

¹⁴⁷ Fonte: Bilancio Consolidato ICOP S.p.A: chiusura contabile al 31 Dicembre 2016; Nota Integrativa

prestiti da parte delle banche ottenuti dall'azienda nel corso dell'anno che aumentano in totale di circa 5 milioni di euro.

- 2) Debiti verso fornitori: a livello di bilancio consolidato questo tipo di debito ammonta a circa 27 milioni di euro, registrando un aumento del 23% rispetto alla chiusura dell'esercizio precedente: è evidente come siano tutti esigibili con una scadenza inferiore ai dodici mesi.
- 3) Debiti verso imprese controllate: a conferma dell'importanza per l'azienda in oggetto di analisi dei debiti a breve termine, anche in questo caso si nota come i prestiti siano tutti esigibili nell'arco dell'anno ed ammontano complessivamente ad un totale di 75.207 euro.

La figura di seguito ne riporta la composizione nel dettaglio¹⁴⁸:

Debiti	Anno 2015	Variazione	Anno 2016
DICOP GMBH	57.156	-29.603	27.553
PESCATORI SCARL		23.883	23.883
BANCHINA MAZZARO SCARL	-7.794	21.817	14.023
ALTRI	2.198	7.550	9.748
EXIN DE OCCIDENTE	82.653	-82.653	
Totale	134.213	-59.006	75.207

Figura 30 Debiti verso imprese controllate

A livello di gruppo, l'incidenza maggiore del prestito con riferimento alle imprese controllate è ricollegabile a DICOP GMBH, azienda con cui attualmente ha l'indebitamento più elevato, pari al 36,6%.

- 4) Debiti verso imprese collegate: ammontano complessivamente a 35.218.416 euro e, anche in questo caso, sono tutti esigibili entro l'esercizio in corso.

La nota integrativa spiega come la voce sia formata principalmente dal debito per ribaltamento dei costi verso EFFIGE TP, per un ammontare totale di 32.324.226 euro, l'89% più alto rispetto a quello rilevato a fine 2015.

Si nota come anche questo tipo di debito in totale sia aumentato da un esercizio

¹⁴⁸ Fonte: Bilancio Consolidato ICOP S.p.A: chiusura contabile al 31 Dicembre 2016; Nota Integrativa

all'altro, registrando un incremento di circa 13 milioni di euro, pari a una variazione di 57 p.p.

Infine prima di passare a dettagliare le caratteristiche tecniche dell'emissione, la tabella sottostante riporta la variazione nel corso degli ultimi tre anni delle principali voci del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale del Gruppo, al fine di comprendere meglio la decisione (che parrebbe in un certo senso obbligata) dell'impresa di dover ricorrere a metodi alternativi di finanziamento per il raggiungimento dei propri obiettivi di crescita e di espansione delle attività definiti nel piano industriale¹⁴⁹.

	31/12/16	31/12/15
TOTALE RICAVI	81.867.660,78	74.765.317,00
MARGINE OPERATIVO LORDO	8.140.688,41	9.425.914,00
EBITDA MARGIN	+10,00%	+13,00%
MARGINE OPERATIVO NETTO	1.802.422,70	2.738.619,00
EBIT MARGIN	+2,00%	+4,00%
RISULTATO ANTE IMPOSTE	621.894,50	1.707.049,00
RISULTATO NETTO	139.538,89	1.164.669,00
PFN (CASSA)	35.152.040,26	33.398.634,00
PATRIMONIO NETTO	12.199.724,76	12.461.775,00

Figura 31 *Dati Finanziari derivanti dal Bilancio Consolidato*

Il valore dell'EBITDA dal momento che non è influenzato dalle politiche interne e soggettive di contabilizzazione degli ammortamenti, degli interessi e delle imposte rappresenta la migliore *proxy* possibile di quella che è la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa, ovvero fornisce all'investitore una chiara visione della redditività operativa dell'azienda in oggetto: si nota come dal 2015 al 2016 l'EBITDA *margin* sia diminuito di 3 p.p., passando dal 13% al 10%.

Chiaramente, maggiore è l'EBITDA *margin*, minori sono le spese operative di una società in relazione al suo fatturato.

¹⁴⁹ Fonte: ExtraMOT PROLink, ICOP S.p.A; www.borsaitaliana.it

La tabella inoltre dà evidenza di come il livello di indebitamento totale dell'azienda, rappresentato dalla somma tra il patrimonio netto e l'indebitamento finanziario netto, sia aumentato nel corso dell'ultimo anno di circa il 3%, arrivando alla chiusura del bilancio del 2016 a registrare un ammontare circa di 47 milioni di euro.

Andando più nello specifico è interessante evidenziare, sia in termini assoluti che relativi, l'ammontare della Posizione Finanziaria Netta risultante dai bilanci consolidati dei due diversi esercizi: quest'ultima, dando evidenza dell'indebitamento netto dell'impresa, esprime in termini sintetici, il saldo tra fonti ed investimenti di natura finanziari.

In termini assoluti si nota come quest'ultima abbia registrato un incremento nel corso dell'anno, aumentando di circa 2 milioni (+5%), ovvero passando da un valore di 33 milioni di euro ad uno di 35 milioni di euro: si deriva in questo modo come, essendo il valore positivo, le disponibilità liquidate ed i crediti finanziari a breve termine siano superiori delle passività finanziarie a breve.

Ragionando in termini relativi, sia con riferimento al fatturato ed al patrimonio netto, risulta come nel primo caso l'azienda registrava nel 2015 un rapporto pari a 45%, diventando a fine dell'anno successivo del 43%, ovvero registrando un decremento di circa 2 punti percentuali; dall'altro lato analizzandone il rapporto relativamente al patrimonio netto, si rileva come esso sia aumentato di circa 20 p.p. dall'anno 2015 all'anno 2016.

Anche dal documento di ammissione emerge chiaramente come l'emittente raccolga la maggior parte delle risorse finanziarie principalmente attraverso il classico canale bancario, utilizzando strumenti tradizionali come mutui, finanziamenti e medio/lungo termine, leasing ed affidamenti bancari a breve termine.

Inoltre è riportato che il tasso di interesse medio della società durante i primi mesi del 2017, sulla base di calcoli relativi a dati preconsuntivi, risultava ammontare a circa il 4%. Dall'analisi dei dati della società risulta evidente la necessità di raccogliere risorse incrementalmente, alternative al credito bancario, che già ricopre un peso importante nella totalità del bilancio, al fine di raggiungere gli obiettivi di crescita e sviluppo prefissati nel piano industriale.

A supporto di questa affermazione, la figura sottostante riporta il prospetto dei finanziamenti a lungo termine del gruppo, indicando nel dettaglio l'istituto finanziatore, la tipologia di mutuo, l'importo ottenuto, la durata e le relative scadenze.

Istituto finanziatore	Tipologia mutuo	anno stipula	num	durata	EURO valore orig.	scadenza	31/12/2016 residuo tot	Scad entro 31.12.17	Scad oltre 31.12.17	Di cui scad. oltre 31.12.21
MEDIOCREREDITO 50000535	ipotec - privil. su beni	2013	50000535	9 anni	3.999.000	01/07/2022	2.999.250	499.875	2.499.375	499.875
M.A.P. Mitria	chirografario	2002	11283	10 anni +5	870.883	28/02/2017	100.299	100.299	-	-
B. MANZANO ipotecario	ipotecario	2003	10500	15 anni +1	1.000.000	31/12/2019	233.323	76.749	156.574	-
POP.VERONA MUTUO	chirografario	2013	31654	5 anni	2.000.000	15/06/2018	750.000	500.000	250.000	
mediocredito IPOTECARIO	ipotecario	2013	1466	12 anni	1.500.000	30/06/2025	1.294.655	170.668	1.123.987	586.784
BCC BASSA FRIULANA	chirografario	2014	311193/17	4 anni	1.000.000	03/04/2018	354.244	263.146	91.098	
Iccrea	chirografario	2015	9737000501906	20 mesi	2.000.000	31/07/2017	747.045	747.045	-	
Unicredit	chirografario	2015	4547630	4 anni	2.500.000	31/01/2019	1.698.385	1.698.385	-	
POOL- ICCREA	chirografario	2016	9737000502254	3 anni	8.000.000	15/01/2019	7.942.093	3.539.693	4.402.400	
POOL- ICCREA	chirografario	2016	9737000502178	3 anni	3.000.000	31/05/2019	2.904.640	1.170.126	1.734.514	
BANCA ICCREA	chirografario	2016	3217785	1 anno	1.000.000	31/12/2017	800.000	800.000	-	
BANCO DI MANZANO	chirografario	2016	10482/83	1 anno	400.000	30/06/2017	202.009	202.009	-	
BANCA ETICA	chirografario	2016	16251	10 anni	380.000	29/09/2026	372.053	32.427	339.626	197.517
BANCO POPOLARE	chirografario	2016	02821741		275.000	25/01/2017	30.813	30.813		
FINANZ BPV MEDIOCREREDITO	chirografario						66.650	26.660	39.990	
BAPV MUTUO	chirografario	2012	5607412/36	4 anni	100.000	31/03/2017	6.399	6.399		
TOTALE							20.501.858	9.864.294	10.637.564	1.284.176

Figura 32 *Prospetto dei finanziamenti a medio/lungo termine*

Dal prospetto dei finanziamenti si nota come la maggior parte dei mutui siano stati stipulati nel corso del 2016 e siano di tipo chirografario, ovvero caratterizzati da importi contenuti ed effettuati al fine di sopperire a spese operative come interventi di manutenzione straordinaria e per questo motivo non garantiti da ipoteca.

Inoltre generalmente con il mutuo chirografario, al contrario di quello ipotecario, il debito essendo di piccola entità e durata, viene erogato in un'unica *tranche* e raramente supera i cinque anni di durata.

Poiché i mutui chirografari rappresentano la percentuale maggiore tra i debiti finanziari della società attualmente in essere, la tabella sottostante ne ripropone in dettaglio le caratteristiche di quelli più rilevanti con i relativi *covenant* finanziari¹⁵⁰.

Erogante	Importo erogato	Scadenza	Covenant
Unicredit S.p.A.	€ 2.500.000,00	31/10/2018	PFN/EBITDA < 4,5; PFN/PN < 1,8
Pool Iccrea	€ 8.000.000,00	15/01/2019	PFN/EBITDAR < 4,5; PFN/PN < 2,6
Pool Iccrea	€ 3.000.000,00	31/05/2019	PFN/EBITDAR < 4,5; PFN/PN < 2,6

Figura 33 *Debiti finanziari in essere: focus sui mutui chirografari*

¹⁵⁰ Fonte: Documento di ammissione, ICOP S.p.A 2017

Con riferimento al mutuo chirografario accordato da Unicredit S.p.A. è necessario evidenziare che, anche se il gruppo non è stato in grado di rispettare il *covenant* finanziario PFN/PN per due esercizi consecutivi (2015 e 2016), la banca non ha effettuato nessuna modifica né al contratto di finanziamento, né ha aggiunto un ulteriore addebito relativamente al piano di ammortamento iniziale.

Invece relativamente agli ulteriori due mutui chirografari concessi dal pool Icrea, il finanziatore ha diritto di richiedere il rimborso anticipato qualora, a seguito della chiusura di bilancio del 31/12/2016, si verifichi un mancato rispetto dei *covenant* finanziari.

In conclusione, prima di passare all'analisi dettagliata delle caratteristiche dell'emissione, il documento afferma chiaramente che a causa della situazione attuale “*non vi è alcuna garanzia che in futuro l'emittente sia in grado di rinegoziare ed ottenere ulteriori finanziamenti necessari per lo sviluppo della propria attività o per il rifinanziamento di quelli in scadenza, con le modalità, i termini e le condizioni offerte finora dal sistema bancario per analoghe iniziative*”¹⁵¹

Risulta evidente la conseguenza che la società, facendo già registrare un importante ammontare di debiti bancari nel passivo del proprio Stato Patrimoniale e non potendo ottenere, con buona probabilità, un'ulteriore concessione di credito da parte del sistema bancario alle medesime condizioni, sia stata costretta a trovare una fonte alternativa di finanziamento e ad emettere un *mini-bond*, per poter sostenere il suo futuro sviluppo economico. Per questo motivo di seguito si esporranno le componenti principali dell'emissione e si evidenzierà come il *private debt* stia diventando sempre di più “un'ancora” per le società, specialmente di dimensioni minori che, trovandosi in situazioni di difficoltà finanziaria, possono non essere in grado di reperire risorse finanziarie attraverso prestiti provenienti dagli istituti di credito: in un'ottica di disintermediazione bancaria, ci si sta spostando dal classico sistema bancocentrico ad un approccio più focalizzato al mercato. Prima di passare alle caratteristiche tecniche è importante considerare anche un altro punto di vista fondamentale, ovvero la preoccupazione che il *private debt* risponda ad un puro razionamento del credito: da un certo punto di vista infatti si potrebbe obiettare che le aziende più performanti ed in condizioni economiche sostenibili continuano a rivolgersi sempre al sistema bancario, al contrario le società con difficoltà economiche si rivolgono allo strumento del *private debt* al fine di sostenere la crescita.

¹⁵¹ Fonte: ICOP S.p.A; Documento di Ammissione

Ad opposizione di ciò, da molte analisi di mercato risulta evidente che non sono solamente le aziende in condizioni economiche deboli ad utilizzare questo nuovo strumento di raccolta fondi ma anche quelle che, seppur non avendo problemi ad ottenere prestiti bancari, preferiscono spostarsi sul mercato al fine di raccogliere lo stesso ammontare in maniera sicuramente più efficace, veloce ed economica.

3.7 CARATTERISTICHE TECNICHE DELL'EMISSIONE

Come si è riportato nel paragrafo introduttivo ICOP S.p.A, società capogruppo, al fine di ottenere risorse sufficienti per il consolidamento del *business*, non potendo richiedere un prestito bancario a condizioni favorevoli, ad inizio di questo anno ha quotato sul mercato ExtraMOT Pro un *mini-bond* da 12 milioni di euro, suddividendo l'emissione in due *tranches* aventi caratteristiche diverse.

Prima di esaminare nel dettaglio le principali componenti che hanno caratterizzato i due collocamenti è di fondamentale importanza specificare che si tratta del tipo più tradizionale di obbligazioni societarie: infatti queste ultime non sono né convertibili in azioni, né in titoli partecipativi del capitale sociale della società in oggetto o di altre società.

In sintesi per ricollegarci ai capitoli precedenti, non siamo in presenza dei cd *hybrid bond*, ovvero di titoli di debito incorporanti un rendimento futuro più elevato in quanto collegati parzialmente al valore della società.

Di conseguenza è chiaro come in questo caso gli obbligazionisti, non potendo convertire i loro debiti in azioni, non avranno la possibilità di partecipare in futuro alla *governance* della società e quindi non potranno esercitare un controllo diretto sulla gestione della stessa. Per entrare più nello specifico, attraverso l'emissione la società ha collocato in data 31/01/2017 e 28/04/2017 rispettivamente un ammontare di 7 e 5 milioni di euro: entrambi sono negoziabili sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana per importi minimi di 100.000 euro. Inoltre dal documento di ammissione emerge il fatto che non vi è la presenza di soggetti che si sono assunti l'onere di agire come intermediari nel mercato secondario. In entrambi i casi la sottoscrizione del prestito è avvenuta presso Banca Sella S.p.A la quale, agendo da *arranger* unico dell'operazione, ha dichiarato espressamente di non assumere nessuna responsabilità sia nei confronti dell'emittente che dei sottoscrittori relativamente al mancato collocamento dell'ammontare totale di obbligazioni: in ogni

caso, il fondo di *private debt* dedicato alle PMI Antares AZ 1¹⁵², ha interamente sottoscritto l'emissione di *mini-bond* in oggetto.

In aggiunta, prima di analizzare nel dettaglio le diverse variabili dell'emissione è necessario riportare l'attenzione su due punti fondamentali: innanzitutto il prestito, ai sensi del Regolamento Intermediari adottato con la delibera Consob n. 16190 del 2007, è riservato esclusivamente alla sottoscrizione da parte di investitori istituzionali.

Anche con riferimento alla successiva circolazione o rivendita delle obbligazioni essa non è consentita a tutti quei soggetti che non rientrano nella categoria degli *institutional investors*. In secondo luogo i titoli a cui si fa riferimento costituiscono obbligazioni dirette, incondizionate e non subordinate a tutti gli altri debiti dell'emittente; esse sono trattate come aventi pari grado sia tra di loro, sia con gli altri titoli obbligazionari non privilegiati e non subordinati (sia presenti che futuri) della società emittente.

Per concludere *l'exkursus* introduttivo il merito creditizio assegnato alla società emittente dall'agenzia di *rating* italiana, Cerved Group S.p.A, è pari a B1.2: i maggiori dettagli sul processo di valutazione della società per la futura emissione del *rating*¹⁵³ verranno analizzati alla conclusione del seguente paragrafo. In ogni modo, per entrare più nel dettaglio della discussione, la tabella sottostante riassume le principali caratteristiche tecniche distintive relative alle due *tranches*:

	<i>1° tranche</i>	<i>2° tranche</i>
1) Codice ISIN	IT0005238727	IT0005247603
2) Valuta di emissione	€	€
3) Collocamento	€ 7 mln	€ 5 mln
4) Prezzo di emissione	€ 100.000,00	€ 100.000,00
5) Tasso cedolare	6,0%	5,6%
6) Data di emissione	31/01/2017	28/04/2017
7) Data di scadenza	31/01/2024	31/10/2023

Figura 34 Caratteristiche tecniche dell'emissione

¹⁵² Il Fondo Antares AZ 1 è gestito da Futurimpresa e fa parte del Gruppo Azimut. Fonte: "Antares AZ1, sottoscrive l'emissione di *mini-bond* di ICOP S.p.A" www.aifi.it

¹⁵³ *Rating*: valutazione del merito creditizio di un determinato soggetto assegnata da analisti specializzati, sulla base di informazioni e *score* quantitative: rappresenta la capacità dell'azienda di pagare i propri debiti. Fonte: www.borsaitaliana.it

Come si nota dal momento che in entrambi i casi i titoli sono stati emessi alla pari ad un prezzo equivalente al 100% del Valore Nominale, ossia al prezzo di € 100.000,00 per ogni Titolo, le principali differenze tra le due emissioni sono da riscontrarsi nella durata del prestito e nel tasso di interesse caratterizzante l'emissione.

Con riferimento alla prima variabile, la tabella sottostante riporta nel dettaglio un confronto tra i due diversi prestiti aventi, come si è detto, scadenze rispettivamente di 7 e 6 anni: il rimborso di entrambe le obbligazioni è di tipo “*amortizing*” ovvero predisposto secondo un piano di ammortamento a rate semestrali costanti di capitale.

1° tranche		2° tranche	
Data di Rimborso	Capitale rimborsato per singola obbligazione del valore nominale di € 100.000	Data di Rimborso	Capitale rimborsato per singola obbligazione del valore nominale di € 100.000
31 luglio 2019	€ 10.000,00	30 aprile 2019	€ 10.000,00
31 gennaio 2020	€ 10.000,00	31 ottobre 2019	€ 10.000,00
31 luglio 2020	€ 10.000,00	30 aprile 2020	€ 10.000,00
31 gennaio 2021	€ 10.000,00	31 ottobre 2020	€ 10.000,00
31 luglio 2021	€ 10.000,00	30 aprile 2021	€ 10.000,00
31 gennaio 2022	€ 10.000,00	31 ottobre 2021	€ 10.000,00
31 luglio 2022	€ 10.000,00	30 aprile 2022	€ 10.000,00
31 gennaio 2023	€ 10.000,00	31 ottobre 2022	€ 10.000,00
31 luglio 2023	€ 10.000,00	30 aprile 2023	€ 10.000,00
31 gennaio 2024	€ 10.000,00	31 ottobre 2023	€ 10.000,00

Figura 35 *Modalità di rimborso dei prestiti obbligazionari*

Invece con riferimento alla seconda variabile, mentre nel primo caso il tasso cedolare era pari al 6%, durante la seconda emissione la società è riuscita a diminuire il valore dello stesso di 0,4 p.p., arrivando ad un tasso di interesse fisso nominale annuo del 5,6%. Analizzando più nello specifico, entrambi i documenti di ammissione riportano che i titolari del prestito hanno diritto alla corresponsione di un interesse semestrale posticipato, calcolato su base annua ACT/ACT ICMA¹⁵⁴, pagabili rispettivamente il 30/04 ed il 31/10 di ogni anni (nel caso della prima *tranche*) ed il 31/07 ed il 31/01 di ogni anno, relativamente alla seconda *tranche*.

¹⁵⁴ Actual/Actual International Capital Markets Association: giorni effettivi/giorni effettivi.

In aggiunta per entrambi i prestiti, nel caso in cui ad una data di calcolo la società non abbia rispettato uno o più *covenant* finanziari, vi sarà un aumento di 50 punti basi del tasso di interesse, fermo ovviamente restando le clausole di rimborso anticipato obbligatorio stabilite in precedenza.

Relativamente a queste ultime è interessante riportare quelle di maggior rilevanza, la cui violazione porterebbe i creditori a richiedere il rimborso anticipato dell'ammontare prestato:

- Mancato pagamento alla scadenza, da parte della società emittente, delle somme dovute, sia con riferimento alle quote di capitale che alle quote interesse;
- Durante tutta la durata del prestito, il rapporto Net Debt/EBITDA dell'emittente non deve essere superiore a 4,5 e il rapporto Net Debt/EBITDA del Gruppo non deve essere superiori a 4,3;
- Con riferimento alla prima *tranche*, il superamento di oltre il 25% dei valori dei diversi parametri finanziari stabiliti nel regolamento per due date di calcolo consecutive; relativamente al secondo collocamento la soglia da non superare rimane la stessa ma deve essere rispettata per 3 date di calcolo consecutive;

Quindi una volta che nel paragrafo precedente si è data evidenza del peso fondamentale che ricoprono i debiti bancari per la società oggetto di analisi e conseguentemente una volta compresa la scelta più efficiente di ricorrere all'emissione di *mini-bond*, analizzando le caratteristiche tecniche principali di ogni collocamento, il capitolo si pone adesso l'obiettivo di esaminare quali siano gli impegni che il soggetto emittente si è assunto nei confronti dei creditori per tutta la durata del prestito obbligazionario (a prescindere dalla *tranche* di emissione).

Per questo motivo, in accordo con l'art.14 del documento di ammissione, tralasciando quelli più tradizionali relativi a qualsiasi emissione obbligazionaria, di seguito si riportano i punti principali e specifici per il soggetto emittente ovvero:

- a. di non distribuire né le riserve disponibili alla data di emissione, né gli utili conseguiti per un ammontare maggiore del 30% dell'utile netto d'esercizio;
- b. di non corrispondere agli amministratori compensi annui per un importo maggiore di € 750.000 per ogni anno di esercizio della durata del prestito; qualora non venissero raggiunti gli obiettivi patrimoniali e reddituali stabiliti nel *business plan* aziendale, l'ammontare in questione deve essere ridotto del 10%;

- c. con riferimento ai dati rappresentati nel bilancio consolidato, è necessario il rispetto dei seguenti *covenant* finanziari¹⁵⁵:

1) Il rapporto Net Debt/EBITDA deve essere inferiore a:

2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
4,20	2,50	2,75	3,00	2,50	2,15	2,00	2,00

2) Il rapporto Net Debt/PN deve essere inferiore a:

2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
3,40	2,20	2	1,50	1,30	1,25	1,15	1,00

Figura 36 *Principali Parametri Finanziari da rispettare*

È interessante inoltre evidenziare che gli ulteriori impegni assunti dal debitore nei confronti del mercato riguardano essenzialmente l'immutabilità del proprio oggetto sociale, l'impossibilità di approvare/compiere operazioni di finanza straordinaria (acquisizione o cessione) relativamente ad immobili non strumentali dell'attività, di partecipazioni nel capitale sociale e rami d'azienda, l'impegno a non ridurre il capitale sociale ed il *commitment* a non richiedere l'esclusione dei titoli dalle negoziazioni sul segmento ExtraMOT Pro anzi ad osservarne attentamente tutte le disposizioni al fine di evitare provvedimenti sanzionatori.

Per concludere il capitolo come si è accennato in precedenza, una volta analizzate nel dettaglio tutte le motivazioni del collocamento, i dati economico-finanziari dell'impresa e le variabili principali dell'emissione, si ritiene interessante indicare le modalità attraverso cui è stato assegnato alla società emittente un *rating* pari a B1.2 da parte del Gruppo Cerved S.p.A in data 28 Novembre 2016.

Innanzitutto è importante segnalare che con riferimento alle singole obbligazioni, non è stato assegnato alcun livello di *rating* sintetico rappresentante la rischiosità propria delle stesse¹⁵⁶.

¹⁵⁵ I parametri finanziari devono essere calcolati su base annua e resi pubblici entro 30 giorni dalla data di pubblicazione del bilancio consolidato annuale/semestrale. Fonte: art.14; Documento di ammissione, ICOP S.p.A 2017

¹⁵⁶ *Rating* di emissione: il *rating* di emissione tiene in considerazione sia la valutazione espressa dagli analisti in merito al grado di solvibilità della società in oggetto, sia la valutazione relativa al tasso di perdita attesa in caso di insolvenza del debitore: quest'ultimo dipende ovviamente dal grado di garanzie poste al servizio del debito. Con riferimento all'emissione di *mini-bond* da parte di ICOP S.p.A è importante segnalare che non sussistono garanzie reali/personali né per il rimborso delle obbligazioni, né per il pagamento degli interessi; l'unica fonte di garanzia è costituita dal

In generale il processo di emissione del *rating* da parte dell'agenzia considerata e degli analisti, può essere sintetizzato in sei diverse fasi¹⁵⁷:

- 1) analisi dettagliata di tutte le informazioni disponibili, con riferimento alla tipologia, copertura ed aggiornamento dei dati dalla società emittente;
- 2) attribuzione da parte dell'analista di una valutazione della società in oggetto, tenendo in considerazione il *trend* economico-finanziario, la solidità finanziaria, la regolarità e conformità dei pagamenti ed infine le prospettive future della società emittente;
- 3) il giudizio espresso dall'analista viene confrontato con il *cd score* integrato, emesso in precedenza da un modello statistico pre-costituito, al fine di attribuire un *rating* preliminare al soggetto emittente;
- 4) l'analista, se lo ritiene necessario, può apportare modifiche/correzioni sul *rating* finale;
- 5) il giudizio finale sul merito creditizio viene sottoposto al controllo da parte del Comitato di *rating* al fine di confermarne la validità;
- 6) il soggetto valutato riceverà con 24 ore di anticipo rispetto alla pubblicazione ufficiale il *rating* finale validato ed i principali elementi sui cui esso è basato. In questo modo la società, qualora sussistano errori materiali, può richiamare l'attenzione dell'agenzia di *rating* al fine di effettuare un controllo più approfondito.

In aggiunta la figura sottostante mostra la scala alfanumerica a tredici classi utilizzata dal Cerved Group S.p.A al fine di attribuire un *rating* creditizio ai soggetti emittenti: essa è suddivisa in quattro macro aree (sicurezza, solvibilità, vulnerabilità e rischio), ognuna caratterizzata da gradi di rischio omogenei.

Come mostra la figura, la società – avente un *rating* pari a B1.2 – rientra nella macro area della solvibilità: essa infatti anche se risulta essere caratterizzata da un'adeguata capacità di fronteggiare i diversi impegni finanziari, potrebbe essere influenzata da mutamenti improvvisi e di importate entità del contesto economico-finanziario in cui è collocata. Per questo motivo gli analisti hanno ritenuto che il rischio di credito sia relativamente contenuto.

patrimonio dell'emittente. Fonte: Art. 2.2 "Rischio legato all'assenza di garanzie relative al rimborso delle obbligazioni ed al pagamento degli interessi"; Documento di Ammissione, ICOP S.p.A, 2017

¹⁵⁷ Fonte: Cerved Rating Agency: metodologia di *rating*

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

Figura 37 Master Scale del Cerved Group Rating

Più nel dettaglio per concludere, dal documento di Comunicazione di *rating* emesso da Cerved Group S.p.A il 28/11/2016, possono essere riportati i principali elementi che sono stati presi in considerazione per l'emissione del giudizio¹⁵⁸.

¹⁵⁸ Fonte: Comunicazione di Rating, Milano 28/11/2016; Cerved Rating Agency

- 1) *Key rating factors*: con riferimento a questi indicatori sono stati analizzati il modello di *business* ed il posizionamento competitivo dell'azienda, i principali risultati economico-finanziari e la situazione di liquidità;
- 2) *Key risk factors*: l'agenzia di *rating* ha analizzato il rischio di mercato, il rischio operativo ed il rischio finanziario;
- 3) *Sensibilità di rating*: è emerso che se da una parte il peggioramento delle *performance* unito ad un deterioramento del *leverage* finanziario potrebbe portare un *downgrade* del merito creditizio, dall'altra parte l'espansione del fatturato potrebbe causarne l'effetto opposto;
- 4) *Assunzioni di rating*: chiaramente la società ha effettuato ipotesi per quanto concerne il volume d'affari della società ed il relativo indebitamento finanziario.

Per concludere, il capitolo in generale si è posto l'obiettivo di analizzare le principali applicazioni reali del *private debt*: nella prima parte si sono dettagliate le finalità e gli scopi che la tecnologia *blockchain*, unita alle piattaforme di *crowdfunding*, si è posta di raggiungere: ovvero la capacità di soddisfare le esigenze di raccolta di fondi da parte di imprese di dimensioni inferiori.

Proprio relativamente a questo punto, la seconda metà ha analizzato nel dettaglio il caso di una società italiana che, non riuscendo ad ottenere risorse aggiuntive dal sistema bancario a causa dell'elevato ammontare di debito, si è "rifugiata" per ben due volte nell'arco di uno stesso anno nel mercato, raccogliendo un ammontare considerevole di fonti, utilizzato pienamente per lo sviluppo ed il consolidamento del proprio *business*.

Inoltre anche dalle parole di Vincenzo Moretta, presidente dell'ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Napoli, si capisce come l'attenzione ai *mini-bond* da parte delle imprese stia diventato sempre di più un punto focale in grado di permettere loro uno sviluppo evolutivo sia in termini di crescita dimensionale che di cultura aziendale.

Egli ha dichiarato che "*l'evoluzione della gestione aziendale è una priorità. Oggi viviamo in una realtà nuova, sempre più europea, in cui il sistema bancario deve essere affiancato*

*da altre fonti finanziarie che siano complementari. In questo senso, nei primi tre mesi del 2017 i mini-bond hanno dato un grande impulso all'economia delle PMI*¹⁵⁹.

Per finire infatti si riporta che nel primo semestre di questo anno *i mini-bond* sono stati ancora una volta l'alternativa più efficace per le aziende di piccole-medie dimensioni: sono proprio queste ultime che, nonostante abbiano già fatto ricorso a questo tipo di strumenti negli anni precedenti, lo scelgono nuovamente al fine di raccogliere risorse in maniera alternativa e più efficiente rispetto al classico prestito bancario.

¹⁵⁹ Fonte: Vincenzo Moretta, 8 maggio 2017, convegno "L'attività di *rating advisor* e i *mini bond short term* quale percorso di evoluzione della finanzia aziendale". www.bitmat.it

Conclusioni

La necessità di reperire risorse finanziarie a medio/lungo termine e la conseguente possibilità di finanziarsi attraverso canali alternativi al sistema bancario, ha permesso ai fondi di *private debt* di espandersi notevolmente in questi ultimi anni offrendo alle aziende, in un periodo storico caratterizzato da incertezza e volatilità, gli strumenti necessari in grado di supportarne la crescita.

Dall'elaborato è emerso come il *private debt* stia comparando come un'innovativa ed importante forma di finanziamento, soprattutto per le PMI in rapida crescita, la cui struttura del capitale e la possibilità di competere nel mercato internazionale è stata limitata dallo stringente contesto regolamentare definito dalle regole di Basilea III, dalle innovazioni che si introdurranno con Basilea IV e dalla sempre maggiore globalizzazione dei mercati: a supporto di ciò dalle analisi si è evidenziato come a livello europeo la penetrazione di mercato del *private debt*, solamente nel corso dell'ultimo anno, sia cresciuta di circa il 12%.

Le aziende infatti, potendo contare su svariati strumenti di finanziamento, come titoli di debito puri (obbligazioni tradizionali), strumenti più articolati e flessibili, come gli *hybrid bond* ed infine su modalità più innovative come *mini-bond* e i PIR, hanno adesso la possibilità di selezionare una vasta gamma di risorse e scegliere quella più conforme alle proprie esigenze.

Dall'elaborato sono in aggiunta emersi anche tutta una serie di vantaggi su cui è possibile contare puntando sul *private debt* per la raccolta di risorse finanziarie, a scapito del tradizionale prestito bancario: in primo luogo le società riescono ad ottenere una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento grazie ad una struttura più equilibrata tra debito ed *equity*, in seguito hanno la possibilità di usufruire delle conoscenze professionali di soggetti specializzati in grado di dar loro maggiore potere contrattuale in un momento di negoziazione con i diversi *stakeholders*, ed infine hanno la capacità di accedere a strumenti in grado di ottimizzare e razionalizzare al meglio la propria struttura finanziaria.

Per quanto concerne le finalità strategiche delle risorse ottenute tramite questa nuova modalità di finanziamento, si è notato come la necessità di finanziare la crescita interna ed i progetti di crescita esterna siano gli scopi primari, seguiti dal bisogno di gestire un cambiamento nella *governance* della società (soprattutto nel caso di PMI) ed infine dalla necessità di rifinanziare il debito: si è dato evidenza di come, attraverso l'intervento di un fondo di *private debt*, l'impresa può essere in grado di ribilanciare la struttura del passivo attraverso la sostituzione dello *short-term debt* con una obbligazione (o un debito in generale) a medio/lungo termine o con strumenti di debito convertibili.

In aggiunta, dopo aver contestualizzato il *private debt* a livello europeo, il *focus* dell'elaborato si è spostato dettagliatamente sul contesto italiano evidenziandone il problema principale della stretta interdipendenza esistente tra gli istituti di credito e le aziende: è deducibile come negli anni si sia creato un "meccanismo" per cui le difficoltà economiche delle imprese si riversano sui conti delle banche e viceversa, creando un effetto domino e portando gli istituti di credito a ridurre la loro capacità di conferire i fondi necessari alla crescita delle imprese.

Per fronteggiare questa situazione in Italia, dal momento che esistono diverse forme di debito che possono essere messe a disposizione delle imprese, il concetto di *private debt* che si è venuto a formare ha confini più ampi: non vengono inclusi solamente i *mini-bond*, ma anche gli strumenti ibridi, che garantiscono un maggior rendimento grazie ad una componente di *equity*, e le molteplici forme di *direct lending*, intese come possibilità di finanziamento diretto delle imprese da parte di intermediari non bancari. Inoltre di recente lo sviluppo degli strumenti è arrivato a ricomprendere gli stessi Piani Individuali di Risparmio i quali, potendo investire sia nell'*equity* che nel debito delle imprese, vengono inclusi nelle strategie di *private debt* solamente quando svolgono la seconda attività descritta, ossia quando la loro politica di investimento è focalizzata su strumenti finanziari di debito emessi dalle varie società.

Si è avuto modo di rilevare come, poiché rispetto agli altri paesi le imprese italiane restano caratterizzate da un maggior contributo dei prestiti bancari rispettivamente al capitale, lo scopo primario del legislatore in questi anni sia stato quello di ridisegnare la legislazione riguardante gli strumenti finanziari innovativi messi a disposizione delle PMI, per le quali ovviamente l'attività di *fundraising* risulta essere più complicata.

Con l'obiettivo quindi di incrementare la nascita del mercato e di creare nuovi canali di

accesso al credito indipendenti dal sistema bancario, al fine di eguagliare i modelli europei più evoluti, le normative hanno cercato di eliminare sia le differenze di trattamento dal punto di vista fiscale, sia i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni da parte di società quotate e non.

Si sono inoltre evidenziati i vari benefici che le imprese, soprattutto quelle di dimensioni minori hanno ottenuto negli anni attraverso le modifiche normative apportate dai diversi governi che si sono succeduti: semplificazione dei processi di strutturazione e snellimento dei processi di finanziamento al fine di ampliare lo spettro delle possibili imprese emittenti, apertura di un nuovo segmento (ExtraMOT Pro) che ha contribuito a rendere il mercato più liquido, spesso e con procedure più trasparenti che permettano quindi a tutti i soggetti di ottenere adeguate informazioni.

Ricalcando l'evoluzione europea si è dimostrato come anche in Italia il *private debt* confermi il *trend* positivo relativamente all'ammontare raccolto e a quello investito: dal 2013 al 2016 l'attività di *fundraising* ha registrato un incremento del 532%, mentre relativamente all'ammontare investito, solamente nel corso dell'ultimo anno si è verificato un aumento dell'87%.

Esaminando più nello specifico è emerso come nel corso dell'ultimo anno 88 imprese (di cui 74 per la prima volta) hanno collocato sul mercato italiano 106 emissioni di *mini-bond*, registrando rispetto al 2015 un aumento del 24% nel numero di società emittenti.

Inoltre l'ultimo strumento rientrante nella categoria del *private debt* ed approvato dal governo per sostenere la crescita delle imprese italiane è riscontrabile nei PIR: l'elaborato ha osservato come la motivazione fondamentale che ne ha portato allo sviluppo sia stata quella di stabilire un forte incentivo fiscale in grado di veicolare, in maniera stabile e duratura nel tempo, il risparmio delle famiglie verso investimenti produttivi.

Si è mostrato come la risposta da parte del mercato italiano sia stata senza dubbio positiva: in 4 mesi i volumi sulle *small cap* e sul segmento Star sono raddoppiati, mentre quelli sul segmento AIM (*Alternative Investment Market*) sono circa quadruplicati.

Naturalmente ci si è soffermati anche ad analizzare l'altro aspetto della medaglia, ovvero la paura degli analisti finanziari della creazione di una bolla speculativa, con un'offerta non in grado di coprire la domanda e prezzi fuori controllo: se da una parte c'è chi sostiene che è prematuro considerare questo rischio, dall'altro lato c'è chi afferma che il pericolo sussiste, è latente e non dovrebbe essere sottovalutato. Infatti i PIR, grazie al loro enorme

vantaggio fiscale, stanno raccogliendo un ammontare di risorse maggiore di quello che il mercato attuale delle piccole e medie imprese italiane sia in grado di ricevere.

Nella parte finale l'elaborato, analizzando due diversi casi studio, ha mostrato come le aziende attraverso la tecnologia *blockchain* e le nuove piattaforme di *crowdfunding* siano state in grado di collocare titoli obbligazionari sul mercato in maniera più economica ed efficiente e come le società di piccole medie dimensioni, avendo difficoltà a raccogliere risorse tramite prestiti bancari, si siano rifugiate effettivamente nel *private debt* per poter supportare la crescita e l'espansione nel mercato di riferimento.

Si è dimostrato infatti come fattori quali la *digital transformation*, la perdita di fiducia nel sistema bancario e la nuova regolamentazione del settore abbiano contribuito fortemente alla nascita della *blockchain* ed alla sua complementarità con il *private debt*, permettendo quindi alle PMI di raccogliere denaro tramite piattaforme internet, in maniera più veloce ed innovativa.

Uno dei casi lampanti dell'importanza del *private debt* come strumento efficiente di raccolta fondi sul mercato è quello di I.CO.P S.p.A, società che non riuscendo ad ottenere risorse aggiuntive dal sistema bancario a causa dell'elevato peso del debito bancario, si è affidata per ben due volte nell'arco di uno stesso anno nel mercato, raccogliendo un ammontare considerevole di fonti, utilizzato pienamente per lo sviluppo ed il consolidamento del proprio *business*.

In sintesi è possibile affermare che il mercato del *private debt* in Italia si stia ampliando in maniera incrementale anche se, come si è visto dalle statistiche, i numeri sono ancora molto ristretti se confrontati con le effettive potenzialità, soprattutto se ci si sofferma alle emissioni effettuate da imprese di dimensioni più ridotte.

Si è dimostrato come nel nostro contesto esso, seppur ad oggi di dimensioni ridotte, presenta consistenti possibilità di sviluppo e conseguentemente necessita di un coordinamento delle risorse da parte di team specializzati e con esperienze specifiche aventi l'obiettivo primario di assicurarne sia la crescita nel medio/lungo termine, sia la corretta gestione ed allocazione.

Infatti se confrontato con il mercato globale, anche se il settore sta crescendo a ritmi considerevoli, la disintermediazione bancaria ancora non risulta essere una prassi consolidata ma si è riscontrato come esistano già fondi che hanno concluso operazioni di investimento ed altri che sono ancora in fase di raccolta.

In conclusione si può dedurre come gli operatori di *private debt* siano partner stabili che offrono finanziamenti per l'investimento sulla base di analisi minuziose dei diversi progetti di sviluppo che le aziende presentano e non sulla base di garanzie, spesso onerose, che esse devono poter presentare alle banche.

Inoltre dal momento che le PMI in Europa rappresentano la componente più attiva nel mercato è giusto sostenere che gli investitori istituzionali hanno crescenti opportunità di spostare il *focus* dal settore bancario al mercato, ottenendo quindi maggiori rendimenti e permettendo alle imprese di raccogliere gli ammontari necessari per la crescita.

Riferimenti Bibliografici

1. Accenture Mobility (2016), report: *“Uniti nella Blockchain. Come le banche stanno costruendo una rete globale di pagamento in tempo reale”*.
2. Agnese P., Pansa A. (2016): *“Finanza Straordinaria”*, McGraw-Hill.
3. Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) (2016): *“Guida pratica ai Fondi di Private Debt”*.
4. Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) (2017): *“Il mercato Italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt”*.
5. Barry C., articolo del 22 Gennaio 2015: *“Cross-Border Payments: Challenges and Trends”*.
6. Bilancio I.CO.P. S.p.A., Chiusura contabile al 31 Dicembre 2016
7. Bilancio Consolidato I.CO.P. S.p.A., Chiusura contabile al 31 Dicembre 2016.
8. Britto A., Youngs N., Schwartz D. (2014), paper: *“The Ripple Protocol Consensus Algorithm”*.
9. Cagnoni D., D’Ugo A., Germani A., Ippolito R. (2017): *“Private Equity e Private Debt per le PMI Italiane. Aspetti operativi, civilistici e fiscali”*, Gruppo 24 ore.
10. Capizzi V. (2014): *“Crisi d’Impresa e Ristrutturazione del debito: Procedure, Attori, Best Practice”*, Egea.
11. Cipolletta I. (Marzo 2017), Presidente AIFI: *“Finanziare la crescita attraverso il Private Equity, Venture Capital e Private Debt. Il ruolo del risparmio italiano e l’attrazione di capitali esteri”*.

12. Codice Civile, Leggi Complementari (2016), Gruppo Editoriale Simone.
13. Cohen H. B., *paper* 2005: “Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali”.
14. Comana M. (2017): “*Corporate Investment Banking*”, McGraw-Hill.
15. Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, (Dicembre 2011): “*Basilea 3- Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*”.
16. Comunicazione di Rating, Milano 28/11/2016, *Cerved Rating Agency*.
17. Deloitte, articolo del 7 Dicembre 2015: “*Beyond Bitcoin: Blockchain is coming to disrupt your industry*”.
18. Deloitte (2016), *report*: “*Blockchain Enigma. Paradox. Opportunity*”.
19. Di Maio D., Rinaldi G., articolo dell’11 Luglio 2016: “*Blockchain e la rivoluzione legale degli Smart Contracts*”.
20. Documento di Ammissione di I.CO.P. S.p.A, 1°tranche, emissione del 31/01/2017.
21. Documento di Ammissione di I.CO.P. S.p.A, 2°tranche, emissione del 28/04/2017.
22. Evry Financial Services Innovation Lab (2015): *paper*, “*Blockchain: Powering the Internet of Value*”.
23. Ferrari R., articolo del 17 Febbraio 2017: “*Tutte le caratteristiche, le evoluzioni e le potenzialità del sistema Blockchain*”.
24. Fracasso G., articolo del 31 Agosto 2015: “*Tutto sui finanziamenti. Cosa sono i finanziamenti. Tutto sul finanziamento personale e sul finanziamento aziendale*”.

25. Galvagno A., articolo del 24 Agosto 2016: “*Crowdfunding: ecco le principali piattaforme italiane per la raccolta di fondi online*”.
26. Gareth W.P., Efstathios P. (2015): “*Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technology: Future of Transaction Processing and Smart Contracts on the Internet of Money*”.
27. Germani A., Mariotti. F., (2017): “*PIR e Investimenti e lungo termine di casse e Fondi Pensione: nuove misure di incentivo fiscale a favore delle PMI*”, Tributi – La gestione ordinaria delle Imprese.
28. Germani A., Monti. E. (anno accademico 2015/2016): “*I nuovi strumenti per il finanziamento delle PMI: brevi cenni*”, paper Dipartimento Economia e Management, Cattedra di Finanza Aziendale (Corso Avanzato).
29. Gervasoni A. (Marzo 2017), Direttore Generale AIFI: “*Il mercato Italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*”.
30. Ghionni P., Visconti C. (2016): “*Finanziamenti in pool e posizione delle banche*”, Giappichelli.
31. Giovannelli A. (Marzo 2017), Partner Deloitte: “*Il mercato del Private Debt*”, Deloitte Debt Advisory.
32. Gruppo Azimut, ANTARES AZ 1, rassegna stampa (22 Maggio 2017): “*Tutti i numeri del Private Debt Italiano*”.
33. Gruppo Banca Sella, comunicato stampa (28 Aprile 2017): “*Banca Sella assiste I.CO.P S.p.A. in una nuova emissione di mini-bond*”.
34. Helms K., articolo del 19 Settembre 2016: “*BNP Paribas announces new mini-bond Blockchain Platform*”.

35. Institute of International Finance, articolo del 16 Novembre 2015: “*Banking on the Blockchain: Reengineering the Financial Architecture*”.
36. Intermonte Advisory e Gestione, Milano 26 Maggio 2017: “*PIR e Universo Investibile: rischi e opportunità dopo una partenza a razzo*”.
37. Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A (2016), articolo: “*Smart Contracts, la vera rivoluzione della Blockchain*”.
38. Mazzoleni A. (2016): “*Il finanziamento all’impresa. La scelta tra debito e capitale*”, Franco Angeli.
39. Metodologia di Rating. (Maggio 2014), *Cerved Rating Agency*.
40. Mieli E., articolo del 12 Gennaio 2017: “*SWIFT sperimenta la Blockchain nei pagamenti.*”
41. Monti. E. (anno accademico 2015/2016): “*Leveraged Buy-Out & Mezzanine Finance: un approfondimento*”, paper Dipartimento Economia e Management, Cattedra di Finanza Aziendale (Corso Avanzato).
42. Monti. E. (2009): “*Manuale di finanza per l’impresa. Teoria e pratica*”, nuova edizione, ISEDI.
43. Moretta V., convegno dell’8 Maggio 2017: “*L’attività di rating advisor e i mini bond short term quale percorso di evoluzione della finanza aziendale*”.
44. Osservatorio Crowdfunding. (2017): “*2° Report italiano sul CrowdInvesting*”, Politecnico di Milano.
45. Osservatorio Mini-Bond. (2016): “*2° Report italiano sui Mini-Bond*”, Politecnico di Milano.
46. Osservatorio Mini-Bond. (2017): “*3° Report italiano sui Mini-Bond*”, Politecnico di Milano.

47. Payment Innovation, articolo del 22 Gennaio 2016: *“Unicredit e Intesa San Paolo nel gruppo delle 45 banche del progetto SWIFT per l’innovazione nei pagamenti”*.
48. Park. Y.S., (2006), report: *“The Inefficiencies of Cross-Border Payments: How current forces are shaping the future”*, George Washington University.
49. PriceWaterhouseCoopers (2017). Documento: *“Tecnologia Disruptive per le Aziende Finanziarie al 2020”*.
50. Rapporto Cerved PMI (2016): *“Le Piccole e Medie imprese in Italia”*.
51. Ricci N., articolo del 14 Settembre 2015: *“Crowdfunding: cos’è e come funziona”*.
52. Rizzo P., articolo del 19 Settembre 2016: *“French Bank BNP is testing Blockchain for mini-bonds”*.
53. Santander InnoVentures (2015): *“The Fintech 2.0 Paper: Rebooting Financial Services”*.
54. Swan M. (2015): *“Blockchain: Blueprint for a new economy”*, O’Reilly.
55. Uniroma3, (anno accademico 2008/2009): *“I mercati finanziari: classificazione e realtà italiana. Il mercato monetario”*, Cattedra di Economia degli Intermediari Finanziari.
56. Vitalik B., articolo del 7 Agosto 2015: *“On Public and Private Blockchain”*, Ethereum Blog.
57. Walsh P., articolo del 19 Settembre 2016: *“BNP Paribas looking at Blockchain expansion. BNP’s initiative will expand Blockchain into private stocks”*.
58. Workshop – Smau Firenze (2016): *“Introduzione agli smart contract”*.

Siti Web

1. Accenture

www.accenture.com

2. Advise Only

www.adviseonly.com

3. AIFI - Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

www.aifi.it

4. AIRA – Associazione Italiana Rating Advisory

www.aira-italia.it

5. Aite Group

www.aitegroup.com

6. Assogestioni – Associazione del Risparmio Gestito

www.assogestioni.it

7. Banca D'Italia

www.bancaditalia.it

8. BeBeez.it – Private Equity, Venture Capital Private Debt in Italia

www.bebeez.it

9. BIS – Bank for International Settlements

www.bis.org

10. BME Renta Fija

www.bmerf.es

11. BNP Paribas Securities Services

www.securities.bnpparibas.com

12. Borsa del Credito.it

www.borsadelcredito.it

13. Borsa Italiana

www.borsaitaliana.it

14. Cerved

www.cerved.com

15. Cerved Rating Agency

www.ratingagency.cervered.com

16. CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.consob.it

17. CVC Credit Partners

www.cvc.com

18. Deloitte

www2.deloitte.com

19. Diritto Bancario

www.dirittobancario.it

20. ESMA – European Securities and Markets Authority

www.esma.europa.eu

21. Ethereum

www.ethereum.com

22. European Central Bank

www.ecb.europa.eu

23. Financial News

www.fnlondon.com

24. Futurimpresa – Gruppo Azimut

www.futurimpresa.it

25. Fondo Italiano D'Investimento

www.fondoitaliano.it

26. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana

www.gazzettaufficiale.it

27. GDC Corporate & Tax – Studio Associato

www.gdctax.it

28. Global Finance

www.gfmag.com

29. IBERCLEAR – Depositario Central de Valore

www.iberclear.es

30. I.CO.P S.p.A.

www.icop.it

31. IEA – International Energy Agency

www.iea.org

32. Ifinance – Fintech & Digital Business

www.ifinanceweb.com

33. Il Sole 24 Ore

www.ilsole24ore.com

34. Institute of International Finance

www.iif.com

35. Intermonte Advisorye Gestione

www.intermonteadvisory.it

36. IR Top Consulting

www.irtop.com

37. Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A.

www.icbpi.it

38. La Repubblica.it

www.repubblica.it

39. Make it in Germany

www.make-it-in-germany.com

40. Mini Bond Italy.it – Il Portale Italiano dei Mini-Bond

www.minibonditaly.it

41. Ministero dello Sviluppo Economico

www.sviluppoeconomico.gov.it

42. PMI.it – Piccole/Medie Imprese

www.pmi.it

43. Preqin – Alternative Assets. Intelligent Data

www.preqin.com

44. Pwc – PriceWaterhouse Coopers

www.pwc.com

45. Ripple

www.ripple.com

46. Studio Cataldi

www.studiocataldi.it

47. SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

www.swift.com

48. The Economist

www.economist.com

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI
“LUISS - GUIDO CARLI”



FACOLTÀ DI ECONOMIA
Corso di laurea in Economia e Direzione delle Imprese

**PRIVATE DEBT: ANALISI DEL CONTESTO
INTERNAZIONALE E FOCUS SULL'ITALIA**

RIASSUNTO

RELATORE:
CHIARISSIMO PROF. ERNESTO MONTI

LAUREANDO:
MARIANNA DI PAOLI

ANNO ACCADEMICO 2016-17

Introduzione

Nel corso degli ultimi anni a causa della globalizzazione e dell'innovazione tecnologica che hanno completamente rivoluzionato i paradigmi economici, in Italia e nel mondo si sta assistendo ad un cambiamento profondo del panorama economico-finanziario. La crisi del credito e la conseguente diminuzione della redditività bancaria, unita al crescente rafforzamento della regolamentazione ed infine la presenza di un elevato ammontare di *NPL* nei bilanci delle banche, stanno spingendo le imprese a cercare fonti di finanziamento alternative al canale bancario al fine di sostenere la crescita nel mercato. L'elaborato analizzerà l'importanza e l'evoluzione del *private debt* come strumento in grado di "ribilanciare" le fonti di finanziamento delle aziende verso un maggior ricorso al mercato, in un'ottica di diversificazione e riduzione del rischio. Il primo capitolo ha la finalità di esaminare il *trend* del *private debt* in un contesto internazionale e di evidenziarne i relativi vantaggi e possibili sinergie con i fondi di *private equity* e con gli istituti di credito bancari. Attraverso lo studio del suo funzionamento, degli obiettivi di *performance* e delle caratteristiche delle aziende *target* oggetto di investimento ci si è posti l'obiettivo di verificare se esso possa effettivamente rappresentare una risposta efficiente alle varie esigenze delle imprese. Il secondo capitolo del lavoro si focalizzerà dettagliatamente sul mercato italiano, dove la strategia di *private debt* risulta essere caratterizzata da "confini più ampi": si darà evidenza di tutte le forme di *direct lending* e dell'impatto che strumenti come *mini-bond* e PIR stanno avendo nel finanziamento delle aziende. Inoltre, in un'ottica di disintermediazione bancaria si analizzerà se le varie modifiche legislative introdotte nel corso degli anni abbiano semplificato o meno la normativa e le procedure riguardante l'emissione di titoli al fine di facilitare l'accesso al mercato per le PMI. Infine verrà effettuato un confronto tra il mercato italiano del *private debt* e quello del *private equity*, al fine di esaminare il *trend* evolutivo ed i possibili sviluppi futuri sia con riferimento all'attività di *fundraising* che di *investing*. Il terzo capitolo proporrà due diversi casi studio: nella prima metà si darà evidenza della tecnologia *blockchain*, delle sue applicazioni pratiche e sinergie con le piattaforme di *crowdfunding* al fine di creare nuovi strumenti in grado di raccogliere risorse in maniera più efficiente dal mercato. In conclusione si presenterà il caso di un'azienda italiana che, non potendo ottenere risorse in maniera vantaggiosa dal canale bancario, si è "rifugiata" per ben due volte in un anno nel mercato, raccogliendo un ammontare considerevole di fonti, utilizzato pienamente per lo sviluppo e consolidamento del proprio *business*.

Capitolo 1

PANORAMICA DEL PRIVATE DEBT ED ANALISI DEL CONTESTO INTERNAZIONALE

La necessità delle aziende di reperire risorse finanziarie a medio-lungo termine e la conseguente possibilità per quest'ultime di finanziarsi attraverso canali alternativi al sistema bancario, ha reso la definizione di *private debt* in Italia più vasta rispetto a quella esistente nei mercati finanziari internazionali più sofisticati. Infatti, nei sistemi inglesi ed americani, si possono distinguere tre differenti strategie:

- *Private debt*: inteso come finanziamento da parte di fondi di credito di operazioni (principalmente di *leveraged buyout*) in cui l'azionista è un fondo di *private equity*;
- *Direct lending*: inteso come finanziamento da parte di fondi di credito di aziende, principalmente di piccole-medie dimensioni, al fine di supportarne la crescita (interna o per acquisizione);
- *Venture debt*: inteso come finanziamento da parte di fondi di credito di aziende di dimensioni piccolissime, incluse le *start up*.

Nel nostro Paese, come è stato analizzato dettagliatamente nel secondo capitolo, non vi è una distinzione tra queste diverse forme ed il *private debt* contiene tutte le situazioni sopra descritte.

1.1 PRIVATE DEBT: UNA RISPOSTA A TANTE ESIGENZE

I fondi di *private debt* si propongono di supportare la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese, mettendo loro a disposizione strumenti di debito flessibili e adattabili alle diverse situazioni. Questi ultimi infatti si differenziano per tipologia di struttura, costo, durata, garanzie richieste e tipologia di uscita dal finanziamento. Dalle analisi effettuate è emerso che ricorrere ad un'operazione di questo tipo consente principalmente alle imprese di raggiungere diversi obiettivi, tra cui:

- 1) la diversificazione delle proprie fonti di finanziamento attraverso una struttura più equilibrata e flessibile tra capitale di debito ed *equity*;
- 2) il poter beneficiare delle conoscenze professionali e dell'esperienza del *top management* del fondo: *partner* finanziario solido e ben strutturato con cui condividere un progetto a medio/lungo termine;
- 3) avere la possibilità di aumentare il proprio potere contrattuale nei confronti delle banche, dei fornitori, dei clienti e di tutti i vari *stakeholders*;

4) il poter accedere a strumenti finanziari, che spesso sono prodotti strutturati e non *standard*, in grado di ottimizzare e razionalizzare la propria struttura finanziaria;

Se si ragiona per macro-categorie, un'azienda si può rivolgere ad un fondo di *private debt* per finanziare la crescita interna (attraverso investimenti di medio/lungo periodo aventi come obiettivo l'espansione dell'attività in nuovi mercati/segmenti), per finanziare progetti di crescita esterna (o supportando i fondi di *private equity* in operazioni di *M&A* oppure mettendo a disposizione dell'imprenditore una vasta gamma di strumenti di debito), per rifinanziare un debito (sostituendo lo *short-term debt* con una obbligazione a medio/lungo termine o con strumenti di debito convertibili) o se, soprattutto nel caso di PMI, vi un cambiamento nella *governance* della società (proponendo soluzioni in grado di liquidare o sostituire l'azionista in maniera meno costosa e meno invasiva).

Fondi di Private Debt, istituti bancari e fondi di Private Equity: differenze e possibili sinergie

Dal momento che si sta iniziando a considerare il *private debt* come forma di finanziamento alternativo al sistema bancario, è importante analizzare le disuguaglianze principali che sussistono tra questa nuova metodologia di prestito e quella più tradizionale fornita dalle banche. Le differenze principali che si sono riscontrate riguardano le peculiarità dei *business model* con i due soggetti operano sul territorio, ovvero la diversità nel numero di filiali, della tipologia e struttura dei prodotti offerti e della differente concentrazione dei portafogli. Inoltre è stato semplice dedurre come, date le caratteristiche sopra citate, la banca ed il fondo di *private debt* strutturino le fasi di un finanziamento in maniera completamente diversa: l'elaborato ha analizzato dettagliatamente tutte queste differenze focalizzando anche l'attenzione sulla documentazione legale richiesta, sul tipo di monitoraggio effettuato e sulla modalità di gestione dei *Non Performing Loans*. Il lavoro ha inoltre esaminato l'importanza per una società di coinvolgere un fondo di *private debt*, sia se ha la necessità di allungare le scadenze del prestito concesso dall'istituto di credito, sia quando è in presenza di un debito bancario, utilizzando i *bond* e gli altri titoli impiegati dai fondi come strumenti alternativi e complementari ai finanziamenti bancari. Nonostante gli importanti vantaggi analizzati è necessario inoltre riportare che i due principali svantaggi nell'affidarsi a un fondo di *private debt* piuttosto che a una banca, possono ricollegarsi alla presenza di maggiori *covenant* che il debitore deve rispettare durante tutta la durata del finanziamento ed alla maggior influenza esercitata dal fondo qualora nell'azienda si dovessero verificare situazioni di difficoltà finanziarie. L'elaborato inoltre, interrogandosi sulla possibilità o meno di creare sinergie tra i fondi di *private equity* e quelli di *private debt*, ha evidenziato che in realtà i due potrebbero definirsi in un certo senso complementari tra di loro dal momento che la natura degli strumenti nei quali si focalizzano è completamente diversa: rispettivamente capitale proprio e di debito.

1.2 FUNZIONAMENTO, SCOPO E PERFORMANCE DI UN FONDO DI PRIVATE DEBT

Si è evidenziato come il *private debt* stia emergendo come un'innovativa ed importante forma di finanziamento soprattutto per le PMI in rapida crescita, la cui struttura del capitale e la possibilità di competere nel mercato internazionale è stata limitata dallo stringente contesto regolamentare e dalla sempre maggiore globalizzazione dei mercati: esso si è sviluppato come una forma di finanziamento alternativo al canale bancario, con risorse fornite principalmente da *institutional investors* come compagnie di assicurazione e fondi pensione. Un fondo di *private debt* ha una vita predefinita, corrispondente alla durata dello strumento di debito sottoscritto e conseguentemente non è *standard* ma può variare a seconda dello strumento proposto e della strategia di investimento del fondo. Normalmente essi investono in maniera coerente al piano industriale dell'azienda *target*, in un orizzonte temporale di medio/lungo termine ed in un'ottica di diversificazione e riduzione del rischio. In generale inoltre la normale conclusione del rapporto tra un fondo di *private debt* ed una società è regolata dai diversi contratti di finanziamento prestabiliti. Con riferimento all'obiettivo principale del fondo, la tesi ha esaminato come esso, riconducibile all'opportunità di ottenere un ritorno atteso che può variare a seconda dello strumento finanziario utilizzato, è inevitabilmente minore di quello ottenibile da un fondo di *private equity* dal momento che non fornisce capitale di rischio ma solamente capitale di debito.

Fasi di intervento del fondo di Private Debt ed analisi della struttura dell'operazione

La decisione di un fondo di *private debt* di intervenire o meno in un'operazione di finanziamento è funzione della stima del merito creditizio o della redditività di un'azienda. È possibile riassumere la valutazione attuata da un fondo di *private debt* in tre diversi *step*: durante la *first evaluation*, viene effettuata un'analisi preliminare del settore avente la finalità di verificare sia se l'operazione è in linea con i criteri di strategia del fondo, sia se essa possa rappresentare un'occasione di investimento profittevole. In seguito, durante il successivo *step* o *second evaluation*, vi è la raccolta di informazioni riguardanti le caratteristiche dell'azienda *target* (posizionamento competitivo, *market share*, rischi, forze etc.) al fine di poter definire in maniera appropriata i termini tecnici di un possibile successivo finanziamento. In conclusione, attraverso la fase di *due diligence* il fondo effettua un'analisi dettagliata atta a valutare tutti gli aspetti contabili, fiscali, commerciali, ambientali, legali e di redditività legati all'azienda. Con riferimento alla struttura di un'operazione di prestito, attraverso un'analisi qualitativa e quantitativa, l'obiettivo principale che si vuole raggiungere è la realizzazione di un *trade-off* tra le esigenze del creditore e quelle del debitore: si cerca sia di garantire al creditore protezione per i rischi assunti, sia di assicurare sufficiente flessibilità ed autonomia al debitore al fine di permettergli il rimborso del prestito ed il raggiungimento degli obiettivi di *business* prefissati. In linea generale, dal punto di vista

quantitativo la realizzazione di un modello finanziario che permetta di delineare il profilo di finanziamento del debitore, consiste nell'esplicitazione di diversi fattori chiave. Le caratteristiche di finanziamento più importanti da evidenziare sono sicuramente: la definizione della *debt capacity*, il rapporto di copertura dei flussi di cassa e i vincoli finanziari.

1.3 IL PRIVATE DEBT IN EUROPA

Prima di analizzare la diffusione e le caratteristiche del *private debt* nei cinque paesi più rilevanti, è fondamentale analizzare quella che è la situazione attuale nella comunità Europea per quanto riguarda questa nuova forma di finanziamento. La figura 1 riporta come dal 2013 al 2016, anche se il *private debt* risulta essere costantemente in crescita sia per quanto riguarda i volumi che con riferimento al livello di produttività, esso registra un calo relativamente al valore dell'ammontare raccolto. È emerso infatti come nel corso dell'ultimo anno (ad esclusione del Regno Unito in cui si è evidenziata una contrazione del numero di operazioni del 13%) si sia registrato un aumento della penetrazione di mercato del *private debt* del 12%, facendo aumentare il numero di *deal* da 153 a 171, per un valore totale di 925 operazioni. Si è inoltre esaminato come sia a livello mondiale che a livello Europeo si sia registrata una diminuzione nell'ammontare raccolto con un conseguente riallineamento al *trend* del 2014: infatti la figura 3 mostra un calo del 98% dal 2015 al 2016 in cui si sono raccolti a livello europeo rispettivamente 19,8 bn e 10 bn di dollari. L'elaborato si è a questo punto posto l'obiettivo di analizzare lo scopo e la strutturazione dei vari *deals* effettuati nel corso dell'anno considerando, dati i *trend* opposti, il Regno Unito come entità separata dal resto d'Europa. Con riferimento alla prima variabile la figura 4 mostra come la prevalenza delle operazioni concluse riguarda per il 53%, operazioni di *Merger & Acquisition* (di cui il 46% in UK e il 56% nel resto d'Europa). La seconda motivazione principale, per entrambi i *cluster* considerati, è ricollegabile alla necessità di *refinancing*, con percentuali del 23% e del 25% rispettivamente in UK e nel resto d'Europa. Invece per quanto concerne la modalità dell'operazione si evidenzia come il 78% delle operazioni concluse siano state strutturate come *first lien*. Dalle analisi effettuate è emerso come lo sviluppo del *private debt* risulta essere una conseguenza del cambiamento di fattori chiave, come la crescente deregolamentazione, la possibilità per altri operatori (come Fondi Pensione ed *Asset Management*) di accedere al risparmio privato, l'incremento della disintermediazione nella raccolta di capitali, il basso valori dei tassi di interesse ed infine la crescente specializzazione richiesta dal mercato (in termini di *skills*, culture, tempistiche e procedure). Per quanto riguarda quest'ultimo punto, la tabella 5 riporta le quattro principali strategie (*direct senior lending*, *speciality lending*, *mezzanine* e *distressed debt*) in cui un fondo di *private debt* può intervenire e specializzarsi, evidenziandone le differenze in termini di periodo di investimento e durata del fondo, tasso di rendimento interno (IRR) e percentuali ricevute per

gestire l'operazione. Dati i numeri riportati, la necessità di poter accedere a forme di finanziamento alternative al canale bancario è sentita anche dai Paesi dell'Unione Europea per i quali, diversamente dall'Italia e dalla Spagna, il peso dei prestiti bancari (come mostra la figura 6), è notevolmente inferiore. Si nota come il *gap* con il nostro Paese è allarmante: in Italia infatti il peso dei debiti bancari risulta essere maggiore di 32 p.p. a quello del Regno Unito e quello dell'*equity* inferiore del 25%. A questo punto, una volta esplicitato in maniera generale lo sviluppo che il *private debt* in questi ultimi anni ha avuto in Europa, di seguito verrà analizzato in maniera più approfondita il ruolo e la struttura che questa nuova forma di finanziamento – soprattutto con riferimento ai *mini bond* – sta avendo nei più importanti mercati europei.

L'esperienza della Norvegia

In Norvegia, il mercato degli strumenti finanziari è costituito dalla Borsa di Oslo, che gestisce tre segmenti principali: *Oslo Børs*, l'*Oslo Axess* ed infine il *Nordic Alternative Bond Market*, ovvero un segmento di mercato obbligazionario non regolamentato creato nel 2015 caratterizzato da regole e procedure più flessibili, avente la finalità principale di soddisfare le esigenze dei diversi soggetti partecipanti. Quest'ultimo infatti è dedicato alla quotazione ed allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* e ha la finalità soddisfare le esigenze di raccolta fondi da parte di imprese di dimensioni minori. Più nel dettaglio tale mercato a sua volta, a seconda del valore nominale minimo del singolo titolo, è suddiviso in due diversi segmenti, il *Nordic ABM Professional* ed il *Nordic ABM Retail* rivolti rispettivamente ai soli *institutional investors* o aperto anche agli investitori *retail*. Due ruoli fondamentali nella svolgimento dell'operazione sono ricoperti dal *manager* (generalmente è una banca di investimenti che opera in qualità di *advisor*) che colloca i titoli presso gli investitori ed assiste l'impresa in tutto il processo di emissione e dal *security account operator* (rappresentato da una banca o da una società di investimento), che registra l'emissione al *Central Security Depository* e verifica che i pagamenti avvengano in maniera conforme a ciò che era stato previsto nel *loan agreement*. Alla fine del 2016 risultavano quotati sul segmento *Nordic ABM* più di 1.200 *mini-bond* (100 in più rispetto a quelli registrati nel 2015), anche se solamente un'ottantina di essi sono stati emessi da imprese industriali e commerciali.

L'esperienza della Francia

In Francia esistono tre mercati finanziari dedicati alle emissioni di obbligazioni per le PMI: i segmenti B e C del mercato regolamentato *Euronext* ed *Alternext*, un sistema multilaterale di negoziazione. Questi mercati sono aperti sia ad investitori istituzionali che investitori *retail* e dal novembre 2012 prevedono una nuova modalità di emissione dei *mini-bond* dedicata esclusivamente alle imprese di dimensioni minori (sia quotate che non), chiamata *Initial Bond Offering*.

Nel contesto francese al fine di quotare il proprio titolo su *Alternext*, le imprese hanno la necessità di coinvolgere uno *sponsor* (che operi da garante sul rispetto dei requisiti informativi), un *advisor* (che funga da supporto per la redazione dei documenti e per la strutturazione dell'operazione) ed infine di un *avocat* (soggetto avente *skills* specifiche per curare tutti gli aspetti legali). Importante aggiungere che anche se per i sottoscrittori di *mini-bond* in Francia esistono importanti vantaggi fiscali, il numero di titoli quotati su *Alternext* negli ultimi due anni è rimasto praticamente costante, registrando 37 titoli a fine 2015 e solamente uno in più a fine dell'anno successivo. Per concludere, una delle principali innovazioni del 2016 attuata dal Governo Francese è stata la promulgazione dell'ordinanza n° 520 del 28 aprile, grazie alla quale è possibile sia collocare titoli obbligazionari via internet, tramite piattaforme di *crowdfunding*, sia registrare contratti di investimento di *mini-bond* attraverso la nuova tecnologia *blockchain*, di cui si tratterà in dettaglio nel capitolo successivo.

L'esperienza del Regno Unito

Nel 2010 il *London Stock Exchange*, ha attivato una piattaforma per la negoziazione di obbligazioni destinate ad un pubblico di investitori *retail*, la *Order book for Retail Bond*, caratterizzato da requisiti di ammissione equivalenti a quelli applicabili per il listino borsistico principale, da un taglio di investimento molto contenuto e dall'obbligo di coinvolgere un *market maker* in grado di garantire liquidità al titolo. Dalle analisi è emerso come nel segmento ORB il numero di emissioni sia raddoppiato dal 2014 al 2016, passando da un totale di 50 emissioni ad un *track record* di 107. Anche nel contesto britannico, vi possibilità di collocare *mini-bond* attraverso internet: nel 2015 sul mercato sono stati raccolti circa 6 milioni di sterline attraverso offerte di *mini-bond* effettuate tramite la piattaforma *crowdfunding*, registrando una crescita del 48% rispetto all'anno precedente. Nella piattaforma *Crowdcube*, portale di riferimento per la negoziazione di titoli, dal 2015 al 2016 si è registrato un aumento del 19,3% nell'ammontare di risorse raccolte, passando da un valore di 12,9 milioni di sterline ad uno di 15,4 milioni di sterline, coinvolgendo il finanziamento di 3.700 investitori. Inoltre nei primi giorni di questo anno sono state collocate obbligazioni, con cedola annuale del 7,5% e durata 4 anni, per un controvalore di 10 milioni di sterline, effettuando un *exploit* mai registrato prima.

L'esperienza della Germania

La Germania rappresenta sicuramente uno degli esempi di maggior successo per quanto riguarda i *mini-bond*: è il Paese in cui vi è il maggior numero di mercati dedicati ai titoli di debito emessi da PMI. Nonostante ciò nel 2010 dalla Borsa di Stoccarda è stato aperto un nuovo mercato regolamentato non ufficiale, il *Bondm* (primo mercato riservato all'emissione da parte di PMI),

composto da diversi segmenti, di cui uno specifico dedicato solamente ai *mini-bond*, ed accessibile sia da investitori istituzionali che investitori *retail*. Al fine di agevolare e semplificare l'operazione è stato creato un canale elettronico, il *Bond subscription box*, nel quale la sottoscrizione diretta sul mercato primario può avvenire anche senza l'intervento di un *underwriter* istituzionale: gli investitori infatti possono direttamente inserire il proprio ordine di acquisto. Nonostante queste agevolazioni, purtroppo l'esperienza dei *mini-bond* in Germania riporta numerosi casi di *default* che hanno portato ad una diminuzione di più del 50% del numero di emissioni dal 2014 al 2015.

L'esperienza della Spagna

Da una ricerca effettuata è emerso come uno dei principali problemi delle PMI spagnole sia rappresentato dall'accesso al credito: nel 2014 le banche spagnole hanno rifiutato la domanda di prestito al più del 20% delle imprese richiedenti, percentuale maggiore si è registrata solamente in Grecia con un valore del 38%. La *Bolsa Y Mercados Espanoles* (BME) nel 1987 ha costituito l'AIAF, ovvero il mercato spagnolo di riferimento, avente però dei requisiti richiesti per l'ammissione troppo onerosi da rispettare per le imprese di dimensioni minori. Per fronteggiare questa situazione, nel 2013 è stato aperto un segmento non regolamentato di titoli di debito, il *Mercado Alternativo de Renta Fija* (MARF), dedicato esclusivamente alle PMI, ed avente requisiti di ammissione alla quotazione molto più flessibili ed elastici, in grado quindi di semplificare l'accesso al mercato. In quest'ultimo mentre l'*advisor* ricopre un ruolo fondamentale, in quanto supporta l'emittente durante l'operazione, l'attribuzione del *rating* e la nomina di un *liquidity provider* (che garantisce la liquidità del titolo) sono elementi facoltativi. Dai dati forniti da *BME Renta Fija* il successo di questo segmento è aumentato nel tempo in maniera significativa: a fine del 2014 risultavano quotati solamente 7 titoli obbligazionari, per un valore totale di 20 milioni di euro. Nel corso del 2015 si sono registrate 41 quotazioni di *mini-bond*, emessi da 18 società diverse; il numero di emissioni aumenta del 46% nell'ultimo anno, dove risultavano quotati sul MARF 76 *mini-bond* (emessi da 29 società diverse), la cui maggioranza era rappresentato da cambiali finanziarie. Un altro aspetto positivo associato a questo segmento di mercato deriva dalla sua capacità di flessibilità ed innovazione, ammettendo alla quotazione anche i *project bond*, ossia obbligazioni emesse da società con la finalità principale di finanziare la realizzazione di un progetto ed il cui rimborso è funzione esclusivamente dei flussi di cassa generati dal progetto.

In conclusione dalle analisi effettuate risulta come l'Europa, contesto in cui le PMI rappresentano la componente più dinamica del mercato, sia la migliore opportunità per lo sviluppo del *private lending*: si registrano infatti crescenti vantaggi e possibilità per gli investitori istituzionali di spostare il *focus* dal settore bancario al mercato.

Capitolo 2

PRIVATE DEBT: FOCUS SUL MERCATO ITALIANO

In Italia si considerano svariate forme di debito che possono essere messe a disposizione delle PMI. In particolare nella strategia del *private debt* si ricomprendono i *mini-bond*, che rappresentano lo strumento più semplice, gli strumenti ibridi, che garantiscono un maggior rendimento grazie ad una componente di *equity*, fino ad arrivare alle molteplici forme di *direct lending*, intesa come possibilità di finanziamento diretto delle imprese da parte di intermediari non bancari. Di recente lo sviluppo degli strumenti è arrivato a ricomprendere gli stessi Piani Individuali di Risparmio (PIR) che, potendo investire sia nell'*equity* che nel debito delle imprese, vengono inclusi nelle strategie di *private debt* solamente quando svolgono la seconda attività descritta, ossia quando la loro politica di investimento è focalizzata su strumenti finanziari di debito emessi dalle varie società. Inoltre si è esaminato come l'intervento legislativo negli ultimi abbia cercato di fronteggiare il problema dell'elevato peso dei debiti bancari nel bilancio delle società italiane, implementando normative in grado sia di semplificare l'accesso al credito per le PMI, sia di spostare il *focus* dagli intermediari finanziari al mercato.

2.1 ANALISI DEL MERCATO DEI CAPITALI ED OVERVIEW DEL SISTEMA LEGISLATIVO

È noto che le imprese possono raccogliere liquidità secondo due differenti modalità, attraverso i mercati finanziari o attraverso gli intermediari finanziari: i primi, definiti *market based*, svolgono un ruolo preponderante nei paesi di natura anglosassone, dove il mercato borsistico gioca un ruolo di *player* nel fornire risorse alle imprese. Invece nei sistemi finanziari di tutti i Paesi dell'Europa Continentale, detti *bank based*, gli intermediari finanziari, svolgono un ruolo centrale nel finanziare l'attività delle società, soprattutto delle PMI. Dall'analisi effettuata nell'elaborato risulta come, anche se rispetto agli altri Paesi le società italiane restano caratterizzate da un maggior contributo dei prestiti bancari rispettivamente al capitale, la loro incidenza sia in costante diminuzione: le figure 8 e 9 infatti evidenziano una diminuzione del 35% della leva finanziaria dal 2007 al 2015. Questo risultato sembra essere la conseguenza della crescente attenzione posta dal legislatore alle modalità di finanziamento delle imprese italiane, soprattutto con riferimento a quelle di dimensioni minori che "soffrono" particolarmente della presenza delle banche nei loro piani di sviluppo. Negli ultimi anni con l'emanazione dei due Decreti Sviluppo (2012), del Decreto Destinazione Italia (2013), del Decreto Competitività (2014) ed infine de D.L n.18/2016, lo scopo principale che i governi che si sono succeduti hanno cercato di raggiungere è stato quello di creare nuovi canali di accesso al credito, che non dipendessero più dal sistema

bancario, al fine di eguagliare i modelli europei più evoluti, attraverso un ribilanciamento della struttura finanziaria delle imprese verso il mercato. I vari legislatori infatti hanno cercato sia di semplificare la normativa riguardante l'emissione di titoli e strumenti simili, sia di offrire maggiori incentivi alle imprese, specialmente in ambito fiscale. Una delle più innovative riforme societarie (introdotte con i due Decreti Sviluppo) ha riguardato l'ampliamento della platea di PMI che, potendo far ricorso al mercato di capitali per ottenere finanziamenti aggiuntivi, sono state in grado di trovare risorse utili alla loro crescita ed espansione: tutto ciò è stato ottenuto attraverso il superamento, in casi specifici, del vincolo quantitativo all'emissione di obbligazioni stabilito nell'art. 2412 del codice civile. Successivamente una volta ampliato lo spettro di soggetti emittenti, il legislatore attraverso l'emanazione del D.L 145 del 2013, si è posto l'obiettivo principale di semplificare i processi di strutturazione al fine di rendere i diversi strumenti di finanziamento più attraenti e desiderabili sui mercati. Infatti considerando soprattutto le esigenze delle imprese di dimensioni inferiori che, a causa di vincoli troppo stringenti e di procedure troppo complicate, non sono state in grado fino a quel momento di raccogliere le risorse necessarie di cui necessitavano, è stato aperto un nuovo segmento di mercato, l'ExtraMOT Pro, caratterizzato da requisiti di ammissioni e di informativa meno stringenti, maggiore rapidità, costi di quotazione più bassi e maggiore personalizzazione. In aggiunta con il decreto legge del 24 giugno 2014 n. 91 - Decreto Competitività - si è allargata la tipologia di intermediari finanziari a cui viene concesso di erogare credito alle imprese: questa possibilità, è stata infatti estesa alle imprese assicurative, alle società di cartolarizzazione dei crediti e anche agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR). Infine, il decreto legge 18/2016 ha introdotto modifiche in materia di gestione del risparmio, intervenendo con alcune misure volte a semplificare l'erogazione del credito alle imprese e completando il quadro normativo relativo alla concessione di finanziamenti da parte di Fondi di Investimento Alternativi: è intuibile dedurre che, potendo questi ultimi svolgere attività di *direct lending*, le piccole medie imprese italiane possono avere accesso a nuove risorse finanziarie al fine di svilupparsi maggiormente ed aumentare la loro competitività ed appetibilità sul mercato. Per concludere la novità più importante dell'ultimo anno introdotta ha riguardato l'inserimento dei Piani Individuali di Risparmio (PIR): nuova forma di risparmio, avente l'obiettivo primario di semplificare e favorire l'afflusso di risorse finanziarie verso l'economia reale.

2.2 FORME DI DIRECT LENDING

In questo paragrafo verranno considerate ed analizzate tutte le diverse metodologie di *direct lending*, partendo dalle più classiche forme di *corporate bond* per finire con tutte quelle forme ibride di finanziamento che, avendo un basso livello di standardizzazione, risultano essere strumenti più flessibili e adattabili alle diverse esigenze delle imprese italiane, come le obbligazioni

convertibili e *cum warrant*. Infine i PIR e *mini-bond*, seppur pur rientranti nelle tipologie di *direct lending*, dal momento che sono strumenti più innovativi e particolari verranno trattati separatamente al fine di valutarne le specificità e l'evoluzione che stanno registrando nel mercato italiano in confronto ai mercati esteri più sofisticati.

Obbligazioni Ordinarie

La forma di *private debt* più comune e semplice da definire è rappresentata dalle obbligazioni ordinarie, rappresentanti la modalità di finanziamento base riconducibile al capitale di credito. In questo contesto il prezzo dell'obbligazione, viene quotato al netto degli interessi maturati e di conseguenza l'acquirente dell'obbligazione deve pagare il prezzo base più un eventuale rateo d'interesse. È inoltre intuibile come il regolare pagamento degli interessi da parte della società emittente, dia dimostrazione agli investitori di una gestione solida ed efficiente. Infatti, qualora l'impresa non dovesse essere in grado di pagare gli interessi sul debito, i creditori hanno diritto a richiedere il rimborso anticipato di tutte le somme dovute. È importante inoltre riportare che i diritti principali degli obbligazionisti riguardano la restituzione del valore nominale alla scadenza, il quale può avvenire in maniera subordinata al rimborso di ulteriori crediti, e il pagamento periodico degli interessi, il quale dipende sia dal *trend* economico della società stessa, sia dalla presenza di parametri oggettivi. Infine, l'art.4 del D.lgs. n. 147/15, ne disciplina tutti gli aspetti di natura fiscali imputabili sia all'emittente che al sottoscrittore.

Il Mezzanine Finance: obbligazioni convertibili e cum warrant

La peculiarità del debito mezzanino è quella di avere caratteristiche intermedie tra il capitale di rischio e quello di debito: infatti racchiude in sé due componenti quali il debito subordinato e l'*equity kicker*. Quest'ultimo attribuisce agli investitori il diritto di acquistare azioni della società, consentendo quindi ai sottoscrittori di beneficiare di eventuali apprezzamenti del valore del capitale di rischio dell'impresa. Rientrano in questo tipo di strumento le obbligazioni convertibili e le obbligazioni cum warrant. Dall'analisi effettuata è stato possibile evidenziare tutta una serie di svantaggi a cui vanno incontro i diversi soggetti coinvolti nell'operazione, derivanti dall'utilizzo di questa forma ibrida di finanziamento: sicuramente a causa del maggior rischio sopportato dai creditori *junior*, risulta essere più costoso rispetto al debito subordinato. Inoltre, a differenza del capitale di rischio, quello raccolto tramite il *mezzanine finance* è a disposizione dell'azienda per un periodo limitato di tempo, la quale deve inoltre rispettare obblighi informativi e di trasparenza più stringenti. In aggiunta, se il sottoscrittore decide di utilizzare la componente dell'*equity kicker*, gli azionisti preesistenti dovranno fronteggiare sia una diluizione delle quote partecipative sia l'ingresso nella *governance* aziendale di un nuovo *player* in grado di poter influenzare le decisioni

dell'impresa. Infine, l'ultimo importante limite all'espansione del *mezzanine finance* è riconducibile al numero ridotto di attori attivi nel mercato, che porta ad una scarsa liquidabilità dello strumento nel mercato secondario e ad una poca visibilità sul mercato dei capitali. È però importante evidenziare come, a prescindere dalle varie considerazioni negative, sussistono vantaggi significativi dal suo utilizzo per diverse tipologie di attori. Infatti da una parte gli azionisti possono sia aumentare il livello di leva finanziaria sia, grazie al *grace period*, rimborsare solamente la quota interessi, dall'altra gli investitori hanno la possibilità di diversificare la composizione del portafoglio grazie allo sfruttamento delle differenti combinazioni di rischio-rendimento. Come si è anticipato le obbligazioni convertibili e cum warrant rientrano nel debito mezzanino e possono essere pensati come titoli di transizione sia per l'impresa, che esprime al mercato un segnale di positività e di fiducia di rialzo del titolo, che per l'investitore, il quale ha la possibilità di entrare nei mercati azionari qualora l'andamento dei titoli fosse maggiore del prezzo di conversione. All'interno dell'elaborato si è esaminato come questi due tipi di strumenti finanziari condividano le stesse finalità economiche ovvero: rappresentano un'alternativa all'aumento di capitale sociale (qualora il ricorso diretto al capitale di rischio è sconsigliabile sia per motivi interni all'azienda che esterni), consentono la raccolta di risorse finanziarie attraverso lo smobilizzo di partecipazioni e la successiva ricomposizione del portafoglio ed infine sono in grado di ridurre il costo dell'indebitamento ordinario, proponendo un tasso di interesse minore grazie alla componente dell'opzione. È però importante riportare come le principali differenze tra le obbligazioni convertibili e quelle cum warrant, che sono state analizzate dettagliatamente all'interno dell'elaborato, riguardano il fatto che generalmente i warrant vengono emessi privatamente, sono negoziabili in maniera indipendente, vengono esercitati in contante e infine possono essere emessi autonomamente.

2.3 MINI-BOND

I *mini-bond* sono titoli di debito sottoscritti da investitori qualificati e professionali ed emessi dalle imprese sul mercato mobiliare che, in cambio della raccolta del capitale, forniscono una remunerazione attraverso il pagamento di cedole. Fino al 2013 questi strumenti di finanziamento erano ad esclusivo utilizzo delle imprese quotate; ad oggi, grazie ad importanti modifiche introdotte dai vari decreti si è estesa la possibilità di emissione anche a PMI, come metodo alternativo al canale bancario. In Italia, la focalizzazione su questo titolo innovativo è dovuta, da una parte, agli effetti negativi della crisi finanziaria, dall'altra alla diminuzione dell'offerta di credito da parte delle banche. Con riferimento agli aspetti civilistici lo strumento del *mini-bond* è disciplinato dall'art. 2412 del Codice Civile e rientra nella categoria dei titoli obbligazionari. Si è analizzato come le modifiche effettuate in questi anni dai vari governi ai limiti quantitativi all'emissione si sono posti l'obiettivo primario di semplificazione ed allargamento dell'attuale disciplina degli

strumenti per il finanziamento delle imprese puntando, attraverso l'inclusione di soggetti emittenti fino a poco fa esclusi (come imprese non quotate, PMI...), alla stimolazione del mercato monetario e finanziario. Il legislatore infatti, intervenendo su questo tema, ha cercato di rendere più semplice l'emissione di *mini-bond* da parte delle imprese italiane che, come è noto, sono principalmente di piccole/medie dimensioni e non sono quotate sui mercati azionari: ha attuato un ampliamento dei requisiti al fine di permettere alle PMI di superare i vincoli all'emissione a condizione che essa sia destinata alla quotazione in mercati regolamentari o in sistema multilaterali di negoziazione. È inoltre interessante riportare i risultati della ricerca per quanto concerne le principali motivazioni, divise tra PMI e non PMI, che hanno spinto le imprese a raccogliere risorse finanziarie attraverso l'emissione dei *mini-bond*. La figura 12 mostra chiaramente che:

- 1) la principale motivazione, con una percentuale del 62%, riguarda il finanziamento della crescita interna attraverso investimenti in R&S al fine di valutare nuovi prodotti/mercati;
- 2) con una percentuale dichiarata dal 20,5% delle imprese analizzate, vi è la necessità di ristrutturazione del passivo, attraverso un'ottimizzazione del mix di finanziamenti;
- 3) il 13% delle imprese ha dichiarato di utilizzare i proventi ottenuti attraverso l'emissione di *mini-bond* per finanziare la crescita esterna, attraverso eventuali operazioni di M&A;
- 4) infine, solamente il 5% ha dichiarato come motivazione quella di finanziamento dell'attivo circolante, attraverso un *matching* tra crediti e debiti a breve termine.

Imprese emittenti, caratteristiche delle emissioni e remunerazione dei *mini-bond*

Il risultato dell'analisi evidenzia un *trend* positivo con riferimento al mercato dei *mini-bond*: infatti, nel corso dell'ultimo anno 88 imprese (di cui 74 per la prima volta) hanno collocato sul mercato italiano 106 emissioni di *mini-bond*, registrando rispetto al 2015 un aumento del 24% nel numero di società emittenti, con un numero totale di 292 collocamenti. Con riferimento alla tipologia di strumenti finanziari utilizzati si nota come la maggior parte sia rappresentata da obbligazioni, e solamente nell'8% da cambiali finanziarie. L'elaborato, focalizzandosi inoltre sulle caratteristiche delle società emittenti, ha notato che nel 2016 il 54% delle società rientrava nella categoria delle PMI, registrando un valore di 10 p.p. più alto se confrontato con quello dell'anno precedente. Cercando di andare ancora più nel dettaglio, sia sono analizzati sia il *trend* sia la dimensione delle imprese che hanno collocato questi strumenti dall'inizio della loro introduzione fino alla fine del 2016. Nel primo caso si è evidenziato come si sia arrivati ad un numero di 222 imprese emittenti di cui 104 (circa il 47%), aventi i requisiti di PMI. In aggiunta per quanto riguarda la seconda variabile proposta dai risultati ottenuti si può riportare che, se consideriamo il fatturato consolidato, la maggior parte (il 20%) si trova in un *range* tra 100 e 500 mln di €, a seguire il 10% tra 50 e 100 mln di € ed infine solamente 40 imprese registrano un ricavo inferiore

di 10 mln di euro. Al fine di evidenziare il fatto che i *mini-bond* siano strumenti pensati essenzialmente per le PMI che hanno maggiori necessità di raccogliere fondi al fine di soddisfare le proprie esigenze di sviluppo, l'elaborato ha sottolineato come nel corso dell'ultimo anno le imprese emittenti di dimensioni minori sono aumentate di circa il 3%. Inoltre soffermandoci ad analizzare il *trend* evolutivo del controvalore delle emissioni, è emerso come da novembre 2012 a dicembre 2016 il valore nominale raggiunto è pari a circa 12 miliardi di euro, di cui circa 2 miliardi sono stati raccolti solamente da PMI. A sostegno dell'efficacia della normativa, si è riportato come nel 91,1% dei casi analizzati l'emissione è avvenuta da parte di società che non risultano essere quotate sul mercato borsistico azionario. In conclusione è possibile intuire che le imprese trovandosi in una situazione di mercato in cui i tassi di interesse sono molto bassi, stanno cercando di sfruttare al massimo i *mini-bond* al fine di ottenere un finanziamento a medio/lungo termine. A supporto dell'importanza che questa modalità di finanziamento sta avendo nel tempo la figura 11, riportando il controvalore totale dei flussi finanziari dei *mini-bond* in scadenza nei prossimi anni, dà evidenza del grande beneficio di cui possono godere le imprese in questi anni al fine di colmare le loro necessità di *funding*: già durante il prossimo anno è previsto un valore di rimborso di circa 1,7 miliardi di euro.

2.4 I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO (PIR)

I Piani Individuali di Risparmio, introdotti dalla legge di bilancio 2017, sono uno strumento di investimento di medio/lungo termine, dedicato agli investitori *retail* con l'obiettivo primario di indirizzare le risorse finanziarie verso le PMI. Il DL 50/2017 chiarendo definitivamente la possibilità per i PIR di investire sia in strumenti di *equity* che in quelli di debito, ha permesso di far affluire risorse importanti anche nei fondi di *private debt* che, essendo uno strumento molto recente, possono così godere di uno sviluppo cospicuo. Inoltre la manovra legislativa appena citata ha aperto la possibilità anche agli investitori istituzionali di investire non solo direttamente negli strumenti finanziari ma anche indirettamente, attraverso l'utilizzo dei PIR: si dà in questo modo uno spazio sempre maggiore allo strumento che, pur essendo nato come destinato al pubblico *retail*, adesso si amplia a ricomprendere anche i cd *institutional investors*. In questo contesto è interessante notare come dal momento che all'estero (al contrario del contesto italiano) i *mini-bond* sono sottoscrivibili anche dagli investitori individuali sembrerebbe che i PIR, potendo investire in *mini-bond*, sembrano ad oggi costituire la “strada italiana” attraverso la quale poter arrivare, in maniera indiretta, al pubblico *retail*. In aggiunta, dalle ricerche effettuate nell'elaborato si è notato come la motivazione fondamentale che ha portato allo sviluppo di questo strumento sia stata quella di stabilire un forte incentivo fiscale in grado di veicolare, in maniera stabile e duratura nel tempo, il risparmio delle famiglie verso investimenti produttivi in grado di sostenere la crescita

delle imprese italiane. Fondamentale è il ruolo degli intermediari finanziari e delle imprese assicurative in quanto una volta raccolto il capitale, svolgendo un ruolo di *player* nella gestione dell'intero investimento, permettono di ottenere una diversificazione del portafoglio, con una conseguente diminuzione del rischio. Entrando sempre di più nei tecnicismi, si è analizzato come esistano delle condizioni che gli investitori devono rispettare al fine di beneficiare dell'esenzione fiscale offerta: innanzitutto i PIR devono essere tenuti in portafoglio per almeno 5 anni, inoltre essi devono investire nel capitale delle imprese italiane ed europee per un valore compreso tra un *range* di € 30.000 l'anno e € 150.000 nei 5 anni.

Analisi del debutto, costi di emissione ed effetti sulle imprese quotate in Borsa: rischio "bolla"?

Dal loro debutto i numeri registrati sul mercato italiano sono sorprendenti: dal mese di gennaio 2017 fino a metà anno si sono raccolti attraverso i PIR circa 5 miliardi di euro, rendendo sempre più scontato l'obiettivo dei 10 miliardi di euro previsto entro la fine di questo anno. A questo proposito infatti, le importanti somme raccolte hanno portato a rivedere le stime effettuate sia dal Ministero dell'Economia, sia da parte di importanti *investment banks* italiane. Per esempio Equita SIM ha annunciato un rialzo dell'84%, dichiarando che si potrebbe arrivare a raccogliere 55 miliardi di euro entro il 2021. Sulla stessa lunghezza d'onda troviamo Intermonte la quale ha stimato che i PIR riusciranno ad arrivare a fine quinquennio con un ammontare totale raccolto di 67.6 miliardi di euro. La tesi a questo punto si è posta l'obiettivo di analizzare gli effetti che i PIR stanno avendo sia sulla borsa, sia sulle imprese in cui questi fondi investono: dalla analisi è emerso come in soli 4 mesi i volumi sulle *small cap* e sul segmento *Star* sono raddoppiati, invece quelli sul segmento AIM (*Alternative Investment Market*) sono circa quadruplicati. L'effetto positivo è riscontrabile anche sui prezzi dei titoli delle società con piccola/media capitalizzazione, i quali sono aumentati notevolmente nel corso di questi mesi. Proprio a causa di questo strepitoso successo dovuto essenzialmente al grande vantaggio fiscale, c'è chi sostiene che parlare del rischio di una bolla speculativa, con una raccolta di ammontare di risorse maggiore di quello che il mercato attuale delle PMI italiane sia in grado di ricevere, non è prematuro e non dovrebbe essere sottovalutato. In conclusione, analizzando i possibili aspetti negativi derivanti dall'utilizzo di questa nuova forma di investimenti, è emerso come il più importante punto di attenzione è ricollegabile alla preoccupazione degli analisti riguardo il costo di emissione. La figura 13, confrontando i costi di commissione del PIR vs un titolo non PIR e le relative *performance*, ha cercato di analizzare fino a quale livello di commissione esso risulta essere preferibile rispetto ad un investimento concorrente. Dalla valutazione effettuata è risultato evidente che seppur i PIR includono alte commissioni di gestione, essi hanno un elevato margine di convenienza.

2.5 PRIVATE DEBT E PRIVATE EQUITY: DUE MERCATI A CONFRONTO

Una volta analizzati dettagliatamente i differenti strumenti di finanziamento facenti parte del *private debt*, la seconda parte del capitolo punta a dare un'evidenza quantitativa della portata che questa nuova modalità di finanziamento sta avendo nel nostro contesto: verrà analizzato il *trend* nell'attività di raccolta e di investimento del *private debt*, confrontandone i valori con il mercato italiano del *private equity* al fine di sottolineare come queste due realtà stiano diventando sempre più solide e complementari.

Fundraising Activity

Innanzitutto con riferimento alla metodologia di analisi per quanto concerne l'attività di raccolta è importante specificare che l'elaborato, mentre per quanto riguarda il *private debt* prende in considerazione solamente gli operatori indipendenti (es. SGR ed *Investment Company*) che canalizzano la loro attività nel mercato italiano, nell'esaminare il *private equity* include, oltre a quelli precedentemente riportati, anche gli operatori cd *captive*. Con riferimento al mercato del *private debt*, dalle analisi effettuate è emerso come dal 2013 al 2016 si sia avuto un incremento nell'attività di raccolta del 532%, arrivando a registrare un valore totale cumulato di circa 1.431 milioni di euro, di cui 632 milioni solamente nel corso dell'ultimo anno. Inoltre l'elaborato si è soffermato attentamente ad analizzare l'origine dei capitali, focalizzandosi sulle fonti della raccolta e sulla loro relativa distribuzione ed evoluzione: è emerso come il 92% sia rappresentato dalla componente domestica, principalmente grazie all'intervento del Fondo Italiano di Investimento SGR (a cui si è dedicato un'appendice specifica) e solamente l'8% da investitori istituzionali esteri. Per concludere il discorso sull'attività di *fundraising* effettuata nel mercato del *private debt* il lavoro, esaminando nello specifico la distribuzione delle fonti, ha evidenziato che la maggioranza (26%) proviene da banche, a seguire da fondi di fondi (19%) ed infine assicurazioni (15%). Al fine di poter effettuare un confronto con il mercato del *private equity*, è interessante esaminare la figura 15: essa mostra come, a contrario del mercato del debito, l'attività di raccolta in questo caso sia diminuita di circa il 40%, a causa del *closing* di alcuni importanti fondi italiani.

Investment Activity

Anche per quanto concerne l'attività di investimento è fondamentale riportare la metodologia di analisi utilizzata: nell'espone il *private debt* si sono considerate le sottoscrizioni di obbligazioni corporate (*bond*), i finanziamenti e gli strumenti ibridi (come le obbligazioni convertibili), gli strumenti finanziari partecipativi e le cambiali finanziarie. Invece, nel caso del *private equity* la ricerca prende in considerazione tutte le operazioni effettuate da parte degli operatori sia in *equity* che in *quasi-equity*. Incominciando dal *trend* del *private debt* la figura 16 dell'elaborato mostra

come il valore totale investito nel corso dell'ultimo anno sia pari a 378 milioni di euro (con un totale di 65 investimenti): dal 2014 (anno di inizio dell'attività di *investing*) si è registrato un incremento sia per quanto riguarda il valore dell'ammontare investito (+ 66%), sia con riferimento al numero di operazioni effettuate (+70%). Analizzando i dati in maniera cumulata, dall'inizio dell'attività di investimento sul mercato italiano, fino alla fine del 2016, si sono svolte 128 operazioni, distribuite su 85 società, per un totale investito pari a 707 milioni di euro (con un incremento del 66% dal 2014 al 2016). Il lavoro è poi entrato più nel dettaglio dell'analisi, esaminando nel biennio 2014-2016 sia la distribuzione degli strumenti utilizzati, sia le dimensioni delle sottoscrizioni effettuate. A questo proposito, la figura 17 mostra come gli strumenti più utilizzati, con una percentuale del 91% siano state le obbligazioni: più nel dettaglio esse sono caratterizzate da una *duration* di circa 6 anni e nel 90% dei casi, hanno riguardato operazioni per un ammontare inferiore ai 10 milioni di euro. Infine troviamo i finanziamenti e per ultimi gli strumenti ibridi con percentuali rispettivamente del 5% e del 4%. Per concludere questa parte del discorso dall'elaborato è emerso che l'importanza del *private debt* come forma di finanziamento e sviluppo delle PMI è confermata ampiamente dal fatto che, nel 60% dei casi analizzati, la sottoscrizione sia stata contestuale alla quotazione sul mercato nel segmento ExtraMOT Pro. Infine la tesi, valutando specificatamente gli operatori attivi, la distribuzione geografica degli investimenti e le caratteristiche dell'attività delle società *target* ha mostrato come il 71% delle iniziative sono state gestite da SGR, l'80% delle operazioni si sono concentrate in Nord Italia ed hanno riguardato principalmente aziende operanti nei settori dei beni e servizi e dell'ICT. In conclusione del capitolo l'elaborato, al fine di poter effettuare un confronto specifico tra il mercato di *private debt* e quello del *private equity* ha riportato inoltre il *trend* dell'attività di investimento di quest'ultima modalità: si è evidenziato come, nel corso dell'ultimo nel mercato del *private equity* si siano effettuate 322 nuove operazioni (in 245 società) per un ammontare totale investito di circa 8.191 milioni di euro. La ricerca ha però mostrato che, a scapito dell'incremento dell'ammontare investito, nel mercato in analisi si sia registrato un decremento del 6% del numero di operazioni coinvolte: queste ultime essenzialmente utilizzate per operazioni di *buyout*. Dalle analisi effettuate è emerso inoltre che una delle principali differenze riscontrate tra i due mercati è ricollegabile alla tipologia di operatori presenti: infatti a differenza del *private debt*, nell'attività di *private equity* il 69% del mercato in termini di ammontare investito è stato dominato dagli operatori internazionali, con un ammontare pari a 5.645 milioni di euro, a discapito degli operatori di emanazione pubblica che nel 2016 hanno avuto un peso solamente del 17%. A conclusione infine, si è riscontrato una certa omogeneità tra i due mercati sia per quanto riguarda la distribuzione geografica degli investimenti, sia con riferimento alle caratteristiche delle aziende *target* in cui i fondi investono.

Capitolo 3

CASI STUDIO: TECNOLOGIA BLOCKCHAIN E CROWDFUNDING. L'EMISSIONE DI MINI-BOND DI I.CO.P S.P.A.

È sempre più chiaro che il mondo sta cambiando e sia le banche che le società alla base del nostro sistema economico si stanno rendendo conto della rivoluzione e stanno cercando di adattarsi. Infatti se da una parte troviamo gli istituti finanziari che stanno tentando di velocizzare i propri sistemi di pagamento, cercando di ridurre il costo e le tempistiche, dall'altra ci sono le imprese che stanno usufruendo di modalità innovative di finanziamento, come l'utilizzo dei *mini-bond* e del *crowdfunding*. È proprio in questo contesto che si colloca la tecnologia *blockchain*: se le innovazioni digitali si sono focalizzate inizialmente sui servizi finanziari, adesso si stanno rapidamente spostando in nuovi settori per cercare di sostenere lo sviluppo di imprese, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni.

3.1 BLOCKCHAIN: ANALISI DELLE CARATTERISTICHE, DEL FUNZIONAMENTO E DEI MODELLI ESISTENTI

I *distributed ledger* in generale, e la tecnologia *blockchain* in particolare, hanno ribaltato il ruolo delle tecnologie nei servizi finanziari e la loro applicabilità futura in diversi mercati. Nel dettaglio con il termine *blockchain* ("catena di blocchi"), si indica un vero e proprio libro contabile pubblico distribuito all'interno di un *network* decentralizzato, in cui tutti hanno la possibilità di accedere al *trend* storico dei dati delle diverse transazioni effettuate dal momento del lancio del sistema fino ad oggi. Si parla di una struttura decentralizzata in quanto questo sistema di "*shared ledger*" congiuntamente ad un processo matematico strutturato in grado di garantire l'affidabilità e la protezione di dati anche in caso di tentativi di frodi, ha permesso nelle transazioni finanziarie il superamento della presenza di una terza parte certificante (generalmente *clearing house*, banche centrali o depositarie ed assicurazioni) nell'assicurare l'avvenuto pagamento tra individui diversi. Dalle ricerche effettuate è stato inoltre possibile analizzare come le principali caratteristiche/vantaggi derivanti dall'implementazione di questo sistema riguardano: l'irrevocabilità delle transazioni, la possibilità di elevata razionalizzazione dei costi, la maggiore protezione contro il rischio di frodi, l'alta digitalizzazione e la possibilità di creare una traccia storicizzata delle operazioni effettuate, garantendo così un controllo superiore delle operazioni in corso. In aggiunta il lavoro, esaminando nel dettaglio i diversi modelli di *blockchain* esistenti, ha riscontrato che i due che stanno avendo maggiore sviluppo sono i cd *permissionless* e *permissioned blockchain*, ovvero sistema pubblico e privato. Sicuramente quello più famoso e diffuso nel

mondo, alla base anche dei Bitcoin, è quello *open*, ossia pubblico e completamente decentralizzato. In questo tipo di struttura, come mostra la figura 20 (pag. 107), chiunque può entrare ed operare, non è necessario avere un permesso per essere ammessi al *network* ed infine è pseudo-anonimo dal momento che i diversi partecipanti compaiono nel sistema solamente attraverso i loro indirizzi alfanumerici. Al contrario dello schema precedente, il modello opposto di *permissioned blockchain* include la partecipazione di *legal entities*, ovvero entità aventi lo scopo principale di validare le transazioni in essere e garantire la correttezza dei dati contenuti nell'archivio. Nella ricerca si è evidenziato inoltre come una delle possibili applicazioni della tecnologia *blockchain*, ideata nel 2003 da una piattaforma di proprietà della Fintech "OpenCoin", è il noto protocollo *Ripple*. Anche se il lavoro completo ne spiega dettagliatamente il funzionamento e le varie parti da cui è composto, in generale è interessante riportare come quest'ultimo, servendosi della tecnologia *blockchain* e di uno specifico processo di consenso, permette a tutti i "nodi" del sistema di raggiungere un accordo condiviso con riferimento a delle specifiche transazioni. In conclusione è emerso come le caratteristiche di decentralizzazione, non modificabilità, velocità di riconoscimento ed *open source* stanno spostando sempre di più il *focus* dei vari operatori su questa nuova tecnologia, tanto che si sta iniziando a pensare alla sua possibile applicabilità non soltanto con riferimento ai più "classici" usi finanziari, ma anche su tutti quei servizi che vanno oltre l'ambito bancario: le transazioni infatti non riguardano soltanto criptovalute come i Bitcoin ma possono riferirsi a qualsiasi *asset*, diritto o fonte di valore/informazione che possa essere collegata e trasferita digitalmente.

3.2 BLOCKCHAIN: PRINCIPALI APPLICAZIONI FINANZIARIE

Sicuramente fattori come la *digital transformation*, la perdita di fiducia nel sistema bancario, l'aumento della dimensione dei mercati finanziari, la liberalizzazione dei movimenti internazionali dei capitali e la nuova regolamentazione del settore hanno contribuito fortemente alla nascita della *blockchain* ed allo sviluppo della sua applicabilità in diversi settori di *business*. Come si vedrà di seguito, l'ambito di intervento più importante in cui la digitalizzazione e la tecnologia *blockchain* è stato in grado di svilupparsi è collegabile al mondo bancario; è noto infatti come le istituzioni cerchino sempre di più di proporre ai diversi soggetti coinvolti un servizio/prodotto efficace, economico e veloce, al fine di aumentare la loro capillarità sul mercato.

Sistema dei pagamenti, cross-border payment, smart property e smart contract

Una delle aree in cui l'impatto della tecnologia *blockchain* è stato più evidente è sicuramente quello riguardante l'attività del *retail banking* ed il sistema dei pagamenti. Dalla ricerca effettuata è emerso come le banche, sia in un'ottica di razionalizzazione dei processi che di trasparenza

delle procedure, una volta implementata la tecnologia *blockchain* saranno in grado di elaborare più rapidamente e con maggior accuratezza i pagamenti dei diversi clienti, riducendo in questo modo sia i costi operativi che le gestioni delle eccezioni. Con riferimento al sistema dei pagamenti, l'elaborato ha inoltre dimostrato come i principali utilizzi nell'ambito del *retail banking* introdotti al fine di ridurre i tempi della transazione, i relativi costi associati e semplificare le procedure, includono i campi del: *remittances and cross border payments, bill payments, p2p payments, micropayments, internet of things payments* e infine *document signing*. Un ulteriore importante campo di applicazione ideale per la tecnologia *blockchain* è riscontrabile nei pagamenti transfrontalieri in quanto, grazie all'utilizzo del registro condiviso, si favorisce l'allineamento tra i diversi soggetti coinvolti. Anche se ad oggi ogni paese dispone di un sistema di trasferimenti interbancari nazionali (il cui funzionamento è riportato nella figura 22) e quindi non esiste una vera e propria connessione interbancaria globale, il progetto pilota guidato da SWIFT, partito lo scorso anno, si è posto l'obiettivo di utilizzare la tecnologia *blockchain* al fine di aumentare l'efficienza della riconciliazione dei conti correnti delle varie banche, a seguito di una transazione *cross-border*. Si è analizzato come ciò, contribuendo a migliorare la qualità delle transazioni, l'ottimizzazione delle risorse e la gestione della qualità, permetta alle aziende di ottenere disponibilità immediata dei fondi, trasparenza e tracciabilità *end-to-end* dei pagamenti. Anche in questo caso, attraverso l'utilizzo del protocollo *Ripple*, si ha la possibilità di sostituire la presenza della controparte centrale con un cd *liquidity provider*, permettendo sia ridurre le tempistiche ed i costi operativi, sia di minimizzare tutta una serie di rischi (principalmente di liquidità, di credito e di controparte) che si instaurerebbero tra la banca creditrice e quella debitrice. L'ultima evidenza che è stata analizzata nell'elaborato con riferimento all'applicabilità della tecnologia *blockchain* al sistema finanziario, è data dalle *smart property* o più in generale dalle *smart contract*, ovvero la possibilità di monitorare e controllare la titolarità e l'accesso a qualsiasi tipo di *asset/bene/informazione*, a patto che sia possibile digitalizzarli ed inserirli all'interno del sistema, ovvero ricollegarli ad un codice alfanumerico. Secondo questo sistema una volta che una proprietà è stata codificata attraverso la tecnologia *blockchain*, diventa una *smart property*, la quale può essere negoziata tranquillamente attraverso *smart contract*. Questi ultimi sono contratti tradotti in codice che si auto-eseguono e applicano automaticamente, una volta che i soggetti partecipanti alla contrattazione ne hanno accettato le clausole. Dalle ricerche è emerso chiaramente come questo tipo di sistema, grazie alla sua affidabilità, autonomia ed indipendenza sarà in grado di rendere le relazioni tra i vari attori più efficienti, economiche e trasparenti, portando quindi la tecnologia *blockchain* a espandere in maniera efficiente il proprio campo di applicazione a tutti i segmenti di *business*.

3.3 TECNOLOGIA BLOCKCHAIN E CROWDFUNDING

Dal momento che la tecnologia *blockchain* è alla base del funzionamento delle criptovalute, ed essendo queste ultime non altro che un *file* contenente un valore di credito, il nome del proprietario ed altre informazioni alfanumeriche, risulta intuibile dedurre come sia possibile utilizzare questi *file* anche nel mondo dei *mini-bond* e di tutte le operazioni di raccolta fondi. In questo contesto un altro importante esempio di come i servizi finanziari si siano evoluti grazie ai modelli decentralizzati basati sulla tecnologia *blockchain* è il *crowdfunding*, ovvero la possibilità per le società di raccogliere, attraverso piattaforme *web*, finanziamenti in maniera più rapida ed economica. A supporto di questa affermazione, dagli ultimi articoli pubblicati è emerso come il *blockchain* rappresenti una “calamita di capitali”: il giro d'affari registratosi è aumentato dal 2016 ai primi 9 mesi del 2017 di circa il 45%, passando da un valore di 2,5 ad uno di 4,5 miliardi di dollari; inoltre si stima che esso salirà fino a 19,9 miliardi di dollari nel 2025. Dalle analisi effettuate infatti è stato possibile dedurre come questo consentirebbe quindi di creare un mercato secondario, efficiente ed economico, in cui le imprese possono negoziare strumenti finanziari illiquidi o di dimensioni troppo ridotte per poter essere ammessi alla quotazione su mercati borsistici regolamentati. La tesi è poi scesa più nel dettaglio esaminando le diverse tipologie di *crowdfunding* (*donation based*, *reward based*, *ibride*, *equity based* e *lending based*) analizzando specificamente l'ultima citata e, come mostra la figura 23 (pag. 124), evidenziando le particolarità dei due diversi modelli esistenti, ovvero diffuso e diretto: si è riscontrato come la differenza principale è ricollegabile al ruolo della piattaforma *web di lending* che nel primo caso svolge un ruolo attivo nel valutare e selezionare le diverse richieste di credito ricevute, ed infine nel collocamento del capitale investito tra le diverse società. Nel modello diffuso infatti i finanziatori, mettendo a disposizione sulla piattaforma un certo ammontare di risorse, forniscono indicazioni per quanto riguarda il loro profilo di rischio-rendimento. Al contrario, nel modello diretto la piattaforma *web* infatti agisce solamente nella pre-selezione dei progetti che verranno poi resi visibili agli investitori, eliminando in questo modo il vantaggio principale dell'azienda derivante dal poter accedere alle risorse in tempi brevissimi. L'elaborato in seguito, analizzando nel dettaglio il *trend* che il *lending crowdfunding* ha avuto nel nostro paese, ha evidenziato come il valore dei prestiti effettuati alle imprese tramite questa metodologia è notevole: anche se esistono solamente 3 piattaforme *web* aperte esse hanno raccolto un ammontare pari 15 milioni di euro e finanziato circa 261 imprese, di cui la maggioranza (il 75,8%) fatturano meno di 2 milioni di euro. Dalle ricerche effettuate si può concludere che la crescita della raccolta di fondi attraverso le piattaforme *web* ha spinto in maniera determinante l'introduzione del *lending crowdfunding* in Italia a sostegno delle PMI del nostro paese, le quali hanno la possibilità di raccogliere risorse sul mercato in maniera molto più rapida ed economica.

Mini-bond e tecnologia blockchain

Una delle novità più importanti avutesi nel corso dello scorso anno è ricollegabile ad un'iniziativa del Governo francese che ha promulgato una nuova normativa che permette alle PMI di emettere titoli obbligazioni via internet, attraverso l'utilizzo di piattaforme di *crowdfunding*, e di registrare i vari contratti di investimento nei *mini-bond* sfruttando l'utilizzo della tecnologia *blockchain*. La tesi a questo proposito ha dato evidenza del progetto portato avanti da PNB Paribas Securities Services la quale, attraverso la costituzione di *partnership ad hoc* con diverse *startup* di *crowdfunding* francese, sta sperimentando una piattaforma *blockchain* tramite la quale gli investitori *retail* hanno la possibilità di sottoscrivere *mini-bond* e quindi prestare denaro alle imprese al fine di supportarne lo sviluppo. Dal lavoro si è evidenziato che la piattaforma, se da una parte andrà a beneficio delle PMI che non sono in grado di raccogliere fondi sufficienti in altro modo, dall'altro lato permetterà di gestire e di standardizzare la gestione dei *mini-bond* al fine di razionalizzare ed ottimizzare le tempistiche ed i costi associati al collocamento. Una volta analizzate le principali applicazioni pratiche della tecnologia *blockchain* e la sua complementarità con le piattaforme di *crowdfunding*, l'elaborato ha esaminato il caso pratico di un'azienda friulana, I.CO.P S.P.A la quale, non potendo rivolgersi nuovamente agli istituti bancari per ottenere un finanziamento, ha collocato sul mercato ExtraMOT Pro un'emissione di *mini-bond* (divisa in due *tranches*), per un ammontare di 12 milioni di euro.

3.4 GRUPPO I.CO.P S.P.A: MOTIVAZIONI DEL COLLOCAMENTO ED ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA

Dall'analisi dettagliata del *core business* del Gruppo I.CO.P, è emerso come esso comprenda quattro diverse linee di specializzazione, ovvero ponti e viadotti, sottopassi, sottosuolo ed infine *Micro-tunneling*. In questo contesto la società capogruppo (I.CO.P. S.p.A.), al fine di sostenere finanziariamente il proprio piano di sviluppo definito nel *business plan* industriale ha deciso di emettere *mini-bond* raccogliendo un ammontare pari a 12 milioni di euro. Analizzando più nello specifico l'elaborato ha esaminato come la finalità primaria definita dal Gruppo sia collegabile alla crescita ed al consolidamento sia per quanto concerne il mercato di riferimento, sia relativamente a segmenti simili di operatività. Si è evidenziato infatti come l'ammontare raccolto verrà impiegato per effettuare nuovi investimenti aventi come scopo primario l'acquisto di macchinari specializzati, il rafforzamento della struttura estera e l'assunzione di personale con *skills ad hoc* da impiegare nei cantieri in grado di completare in maniera efficiente il portafoglio ordini già acquisito. Al fine di analizzare al meglio la situazione finanziaria del Gruppo alla chiusura dell'ultimo bilancio e conseguentemente, al fine di comprendere le motivazioni tecniche che hanno por-

tato all'emissione di *mini-bond* a scapito del classico debito bancario, si sono analizzati gli andamenti patrimoniali e finanziari del gruppo, gli indici di indebitamento e redditività. Esaminando più nel dettaglio i dati aziendali, la figura 25 della tesi ha evidenziato come nel corso dell'ultimo anno la società abbia registrato un incremento sia del capitale investimento del 17%, sia del capitale di finanziamento, il quale è aumentato nel corso di un anno di 21 milioni di euro, ovvero di circa il 16%. Con riferimento agli indici di indebitamento si è evidenziato come dal 2015 al 2016 il peso delle passività finanziarie sul valore totale del capitale di finanziamento si è incrementato in maniera considerevole fino ad incidere alla chiusura del bilancio il 90,48% del totale, con un valore di copertura dei mezzi propri è inferiore rispetto al capitale complessivo di finanziamento. In aggiunta, considerando gli indici di redditività si nota come essi siano peggiorati nel corso dell'ultimo anno, sia il ROI che il ROE hanno subito un decremento rispettivamente del 3% e del 102%: quest'ultimo infatti è passato dal registrare una percentuale del 10,44% nel 2015 ad una dell'1,14% a chiusura dell'anno successivo. Entrando sempre più nello specifico, analizzato dettagliatamente la sezione dei debiti del Passivo dello Stato Patrimoniale del Gruppo, si è potuto evidenziare come il valore dei debiti nel corso dell'anno sia aumentato in maniera notevole. La parte preponderante è dovuta all'aumento dei debiti verso le banche e registra una variazione del 13% dal 2015 al 2016: in aggiunta il prospetto dei finanziamenti riportato nella figura 32 riporta chiaramente come la maggior parte dei mutui siano di tipo chirografario e siano stati stipulati nel corso dell'ultimo anno. Dal momento che la loro analisi è fondamentale al fine di capire il motivo per cui la società ha dovuto emettere *mini-bond*, l'elaborato è andato più nel dettaglio evidenziando come il 71% dei debiti verso le banche sono a breve termine, ovvero esigibili nel corso dell'anno. A seguito dell'analisi è risultato come altri debiti di natura importante sono ricollegabili a quelli verso i fornitori, registrando un incremento del 23% nel corso dell'anno, verso le imprese controllate, e verso le imprese collegate: in entrambe le situazioni i debiti sono esigibili nell'arco dei 12 mesi, ovvero hanno una scadenza di breve termine. Il *trend* negativo è inoltre confermato dal valore dell'*EBITDA margin* che, rappresentando la migliore *proxy* possibile di quella che è la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa, è diminuito nel corso dell'ultimo anno di circa il 3%. In conclusione, dall'analisi economica-finanziaria della società è emerso chiaramente come l'emittente raccolga la maggior parte delle risorse finanziarie principalmente attraverso il classico canale bancario, utilizzando strumenti tradizionali come mutui, finanziamenti e medio/lungo termine, leasing ed affidamenti bancari a breve termine. Data quindi l'impossibilità di reperire ulteriore credito da parte del sistema bancario alle medesime condizioni, la società ha puntato al collocamento dei titoli presso il mercato al fine di raggiungere gli obiettivi di crescita e sviluppo prefissati nel piano industriale: di seguito si esporranno le principali caratteristiche tecniche dell'emissione.

3.5 CARATTERISTICHE TECNICHE DELL'EMISSIONE

Al fine di ottenere risorse sufficienti per il consolidamento del *business* la società capogruppo, a cui è stato affidato un *rating* pari a B1.2 (il cui processo di valutazione è stato descritto dettagliatamente nell'elaborato), ha quotato sul mercato ExtraMOT Pro un *mini-bond* da 12 milioni di euro suddividendo l'emissione in due *tranches*: infatti in data 31/01/2017 e 28/04/2017 ha collocato rispettivamente 7 e 5 milioni di euro. L'emissione, costituita totalmente da obbligazioni *corporate* e riservata esclusivamente ad investitori istituzionali, è stata sottoscritta interamente dal fondo di *private debt* dedicato alle PMI Antares AZ1 ed ha utilizzato Banca Sella S.p.A come *arranger* unico dell'intera operazione. L'elaborato è sceso poi ad analizzare i dettagli tecnici dei due diversi collocamenti ed ha evidenziato le seguenti caratteristiche fondamentali:

- entrambi i titoli sono stati emessi alla pari ad un Prezzo equivalente al 100% del Valore Nominale, ossia €100.000,00 per ogni titolo;
- il rimborso di entrambe le obbligazioni è di tipo “*amortizing*”, ovvero predisposto secondo un piano di ammortamento a rate semestrali costanti di capitale (figura 35);
- i due prestiti hanno scadenze e tassi cedolari differenti: mentre il primo collocamento è caratterizzato da una durata di 7 anni ed un tasso di interesse del 6%, attraverso il collocamento successivo la società è riuscita sia a ridurre la durata del prestito a 6 anni, sia ad ottenere un tasso di interesse fisso nominale annuo del 5,6%.

Infine l'elaborato ha evidenziato come il fatto che il prestito non sia supportato da nessuna garanzia reale rappresenti un altro di quei fattori che ha spinto l'impresa a considerare il collocamento di *mini-bond* come forma di finanziamento alternativa al credito bancario, quest'ultimo invece caratterizzato solitamente da stringenti ipoteche. In conclusione è emerso che la società, anche se in linea di massima risulta essere caratterizzata da un'adeguata capacità di fronteggiare i diversi impegni finanziari, potrebbe essere influenzata da mutamenti improvvisi e di importate entità del contesto economico-finanziario in cui si colloca. Inoltre l'elevato peso dei debiti bancari e la conseguente impossibilità di ottenere finanziamenti bancari a tassi favorevoli unita alla possibilità di emettere titoli senza dover presentare garanzie aggiuntive, è risultato per I.CO.P S.p.A il *mix* di elementi giusti al fine di affidarsi al collocamento di *mini-bond* sul mercato, il quale gli ha permesso di ottenere le risorse monetarie necessarie al proprio sviluppo e consolidamento economico. Per concludere si può dedurre come nel primo semestre di questo anno i *mini-bond* siano stati ancora una volta l'alternativa più efficace per le aziende di piccole-medie dimensioni: sono proprio queste ultime che, nonostante abbiano già fatto ricorso a questo tipo di strumenti negli anni precedenti, lo scelgono nuovamente al fine di raccogliere risorse in maniera alternativa e più efficiente rispetto al classico prestito bancario.

Conclusioni

In un momento come quello attuale in cui le aziende hanno la necessità di raccogliere risorse finanziarie, le regole di Basilea introdotte a seguito della crisi finanziaria, hanno contribuito allo sviluppo del *private debt* come mercato alternativo di *funding* in grado di colmare il *gap* tra la domanda crescente di prestiti da parte delle imprese e la costante riduzione dell'offerta da parte degli istituti di credito. Infatti, il bisogno di reperire risorse finanziarie a medio/lungo termine ha permesso ai fondi di *private debt* di espandersi notevolmente in questi ultimi anni offrendo alle aziende, in un periodo storico caratterizzato da incertezza e volatilità, una vasta gamma di strumenti finanziari alternativi ed adattabili alle singole esigenze in grado di sostenerne lo sviluppo economico. Analizzando dettagliatamente il mercato italiano, in cui le banche hanno sempre agito da *player* indisturbati, il legislatore nel corso di questi anni agendo in un'ottica di disintermediazione bancaria, ha introdotto una serie di normative mirate a semplificare l'accesso al credito per le PMI, per le quali l'attività di *fundraising* risulta essere più complicata. Inoltre la tesi ha dato evidenza pratica di due diversi casi studio, mostrando come le aziende attraverso la tecnologia *blockchain* e le nuove piattaforme di *crowdfunding* siano state in grado di collocare titoli obbligazionari sul mercato in maniera più economica ed efficiente e come le PMI, avendo difficoltà a raccogliere risorse finanziarie tramite prestiti bancari, si siano rifugiate effettivamente nel *private debt* (emettendo *mini-bond*) per poter supportare la crescita e l'espansione nel mercato di riferimento. Si è dimostrato infatti come fattori quali la *digital transformation* e la perdita di fiducia nel sistema bancario abbiano contribuito fortemente alla nascita della *blockchain* ed alla sua complementarità con il *private debt*, permettendo quindi alle imprese di raccogliere denaro tramite piattaforme internet, in maniera più veloce ed innovativa. In conclusione è emerso che anche se i numeri sono ancora ristretti, se confrontati alle effettive potenzialità, il mercato del *private debt* in Italia si sta ampliando in maniera incrementale. In realtà seppur la disintermediazione bancaria non risulta essere ancora una prassi consolidata, le aziende si stanno affidando sempre di più ai fondi di *private debt*: *partner* stabili che offrono finanziamenti per l'investimento sulla base di analisi minuziose dei diversi progetti di sviluppo che le società presentano e non sulla base di garanzie, spesso onerose, che esse devono poter presentare alle banche. Infatti in un contesto in cui i fondi cercano alti rendimenti e le imprese cercano il più possibile di raccogliere risorse finanziarie, il *private debt* sembra rappresentare una soluzione del tipo *win-win*.