



Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Economia Aziendale

EMISSIONI DI MINIBOND E MINIBOND ESG

Prof. Giovanni Fiori

Relatore

Francesca Fanelli 270931

Candidata

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE	3
1. MINIBOND: DEFINIZIONI E CONTESTO NORMATIVO	4
1.1 DEFINIZIONI METODOLOGICHE	4
1.2 IL CONTESTO DEL MERCATO DEL CAPITALE PER LE PMI	4
1.3 LA NORMATIVA RILEVANTE	8
1.4 I MINIBOND IN EUROPA NEL 2023	14
2. LE IMPRESE EMITTENTI	16
2.1 IL CAMPIONE AGGIORNATO DELLE IMPRESE EMITTENTI	16
2.2 LE OPERAZIONI DI SISTEMA E I 'BASKET BOND'	20
2.3 I COSTI DEL COLLOCAMENTO	23
2.4 L'ANALISI DEI BILANCI DELLE IMPRESE EMITTENTI	24
3. LE EMISSIONI	27
3.1 TIPOLOGIE DI MINIBOND	27
3.2 SCADENZA E TASSO DI INTERESSE	28
3.3 IL RATING DELL'EMITTENTE	30
3.4 OPZIONI, CONVENANT E GARANZIE	32
3.5 LE MOTIVAZIONI DEL COLLOCAMENTO	35
3.6 I MINIBOND ESG	37
4. GLI ATTORI DELLA FILIERA	42
4.1 CONSULENTI FINANZIARI: ADVISOR	42
4.2 I CONSULENTI LEGALI	43
4.3 GLI ARRANGER	43
4.4 LE SOCIETÀ DI RATING	44
4.5 GLI INVESTITORI	46
4.6 LE BANCHE AGENTI E LE BANCHE DEPOSITARIE	47
CONCLUSIONE	49
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	51

Introduzione

Questa tesi esplora il mondo dei minibond, con un focus particolare sulle emissioni di minibond ESG, uno strumento di finanza alternativa sviluppatosi nell'ambito economico italiano, dominato dalle piccole e medie imprese (PMI).

L'interesse per i minibond è emerso, inizialmente, in risposta alla crisi finanziaria del 2008-2009, periodo in cui la contrazione del credito bancario ha colpito duramente le PMI. Sebbene le politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea abbiano temporaneamente alleviato queste difficoltà, la crisi del Covid-19 nel 2020 ha riaperto problemi simili, spingendo al ritorno dell'inflazione e all'aumento dei tassi di interesse.

Di recente, l'attenzione si è spostata verso i minibond ESG, i quali non solo forniscono finanziamenti ma si distinguono per il sostegno a progetti con un forte impatto positivo su ambiente, società e governance. Questa evoluzione riflette una crescente consapevolezza dell'importanza della sostenibilità nelle strategie di investimento.

L'introduzione di questa tesi mira a fornire una panoramica del quadro normativo e pratico dei minibond, sottolineando il loro ruolo cruciale nella struttura finanziaria delle PMI. Questi strumenti di debito permettono alle PMI di accedere a fonti di finanziamento alternative, oltre ai tradizionali prestiti bancari.

Nel capitolo che segue si delinea una definizione dei minibond, esplorando il contesto normativo che regola l'emissione e la circolazione, analizzando, altresì, la struttura del mercato dei capitali specifico per le PMI e le recenti emissioni di minibond nel panorama europeo.

Successivamente ci si concentrerà sulle aziende emittenti, con uno sguardo aggiornato sulle entità coinvolte e analizzando gli aspetti operativi delle emissioni di minibond e le caratteristiche finanziarie delle imprese emittenti tramite l'analisi dei loro bilanci.

L'obiettivo del terzo capitolo, invece, è quello di analizzare le specifiche delle emissioni, includendo le varie tipologie e le loro condizioni con un focus sulle emissioni mirate alla raccolta di capitali per progetti sostenibili.

In conclusione, ci sarà una descrizione dei diversi attori coinvolti nel processo di emissioni, sottolineando l'importanza di un ecosistema di supporto ben strutturato per il successo delle emissioni. Attraverso queste pagine, la tesi si propone di offrire una disamina approfondita dell'utilizzo dei minibond come strumento di finanziamento per le PMI, evidenziando potenzialità e sfide in un contesto finanziario in evoluzione.

1. Minibond: definizioni e contesto normativo

1.1 Definizioni metodologiche

I minibond sono titoli di debito, quali obbligazioni, di qualsiasi scadenza emessi da società italiane non finanziarie, quotate o non quotate in Borsa, in particolare dalle PMI, in virtù delle innovazioni normative introdotte dal 2012 contenute nel Decreto-legge, “Decreto Sviluppo” e “Decreto Sviluppo Bis”, dal Decreto- Legge “Destinazione Italia” e “Decreto Competitività”.¹

I minibond sono principalmente finalizzati a finanziare progetti di sviluppo, investimenti straordinari o operazioni di rifinanziamento e forniscono un’alternativa al tradizionale finanziamento bancario.

Si tratta di titoli di debito emessi da imprese sul mercato mobiliare, sottoscritti soprattutto da investitori professionali o istituzionali ed altri soggetti qualificati quali banche, fondi di investimento nazionali ed esteri gestiti da SGR e SICAV² ed altre società di investimento, che a fronte della raccolta di capitale, successivamente, rimborsato secondo modalità predefinite, offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole.

L’importo massimo consentito ha come soglia 500 milioni di euro, superata questa cifra non è più possibile definire lo strumento emesso come minibond bensì come *corporate bond*.

1.2 Il contesto del mercato del capitale per le PMI

La struttura finanziaria delle imprese italiane si caratterizza per una bassa capitalizzazione e un’elevata dipendenza da finanziamenti bancari a breve termine.

Le aziende italiane, per questo motivo, tendono a privilegiare i prestiti bancari a breve piuttosto che ricorrere al medio termine e/o emettere titoli nei mercati obbligazionari.

Una diversa struttura finanziaria che ricorra sia al capitale di rischio sia al debito a medio termine è essenziale per stimolare la crescita economica e aumentare la resilienza delle aziende italiane durante le crisi.

¹Fonte: Cura Di, A, et al. *I Quaderni Dell’impresa Mini-Bond. Istruzioni per l’Uso I Mini-Bond Istruzioni per l’Uso Nuova Edizione*.

²SGR: (Società di Gestione del Risparmio) Intermediari finanziari autorizzati dalla Banca d’Italia, dopo parere favorevole della CONSOB, alla prestazione del servizio di gestione collettiva e individuale del risparmio in Italia.

SICAV (Società di investimento a capitale variabile). Si tratta di una società per azioni a capitale avente per oggetto esclusivo l’investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l’offerta al pubblico di proprie azioni.

Negli ultimi anni, abbiamo assistito ad un aumento degli investimenti in capitale di rischio delle piccole e medie imprese (PMI) italiane, con un crescente numero di PMI che hanno scelto di quotarsi in borsa. Questa tendenza ha rafforzato le PMI, pilastro del sistema produttivo italiano, permettendo loro di migliorare la capitalizzazione, investire in crescita e sviluppare strategie internazionali.

L'evoluzione positiva della struttura finanziaria delle PMI è stata stimolata da fattori generali come miglioramenti congiunturali e condizioni favorevoli del mercato azionario, e da misure specifiche come i Piani Individuali di Risparmio (PIR) introdotti nel 2017, i quali offrono vantaggi fiscali agli investitori per sostenere le PMI.³

I dati di bilancio delle PMI italiane dell'ultimo anno, nonostante una riduzione delle previsioni di crescita dovuta al deterioramento della situazione economica e dei cambiamenti causati dalla guerra tra Russia e Ucraina, dalla crisi energetica e dall'inflazione, mostrano ancora una notevole resilienza.⁴

Ad oggi, infatti, “le PMI rappresentano il tessuto principale del sistema produttivo italiano con il 18,3% delle imprese che hanno depositato un bilancio e impiegano 4,7 milioni di addetti. Il giro d'affari generato dalle piccole e medie imprese italiane è superiore ai 900 miliardi di euro, il valore aggiunto prodotto è pari a 210 miliardi di euro e l'esposizione verso gli istituti di credito ammonta a oltre 200 miliardi di euro.”⁵

La Figura 1.1 mostra come *“il ricorso all'indebitamento finanziario risulta in frenata in termini reali: +0,4% per il complesso delle PMI, con le piccole aziende che evidenziano un incremento dello 0,7% e le imprese medie dello 0,2%. Negativa, invece, la dinamica delle grandi imprese, il cui debito finanziario si riduce dell'1,5% nel 2022.”⁶*

³ Fonte: A. Sironi, 2018, *Il Finanziamento PMI tramite il mercato dei capitali. Il ruolo di Borsa Italiana*, Università Bocconi.

⁴ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

⁵ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

⁶ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

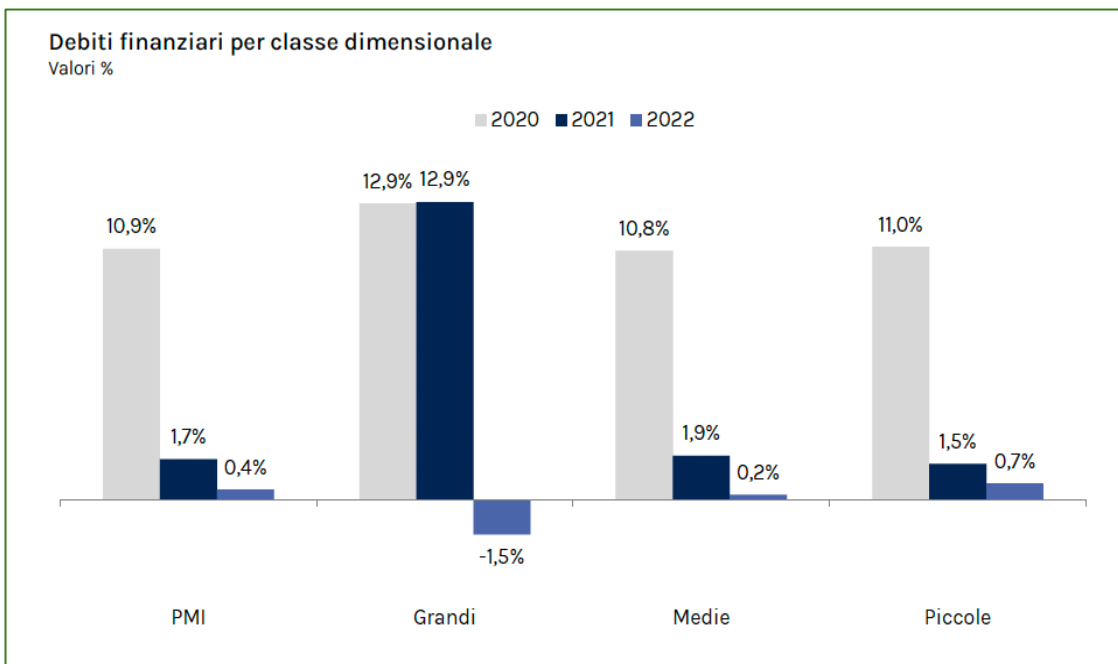


Figura 1.1 Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2020 e il 2022, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023.

Come illustrato nella Figura 1.2 “dopo la forte crescita degli anni precedenti, in particolare il 2020, incominciano a farsi sentire gli effetti della politica monetaria restrittiva: rallenta la propensione agli investimenti e, di conseguenza, la necessità di capitali di terzi. La frenata delle grandi imprese, comunque, segue un biennio in cui l’indebitamento finanziario era cresciuto in misura superiore al 25%.

Il costo del debito ha iniziato a mostrare un’inversione di tendenza, dopo un lungo periodo di stabilità o riduzione. Le PMI nel loro complesso hanno pagato un tasso del 3,4% nel 2022, a fronte del 3% del 2021, con un delta di mezzo punto percentuale fra le imprese piccole (3,8%) e quelle medie (3,3%).”⁷

⁷ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

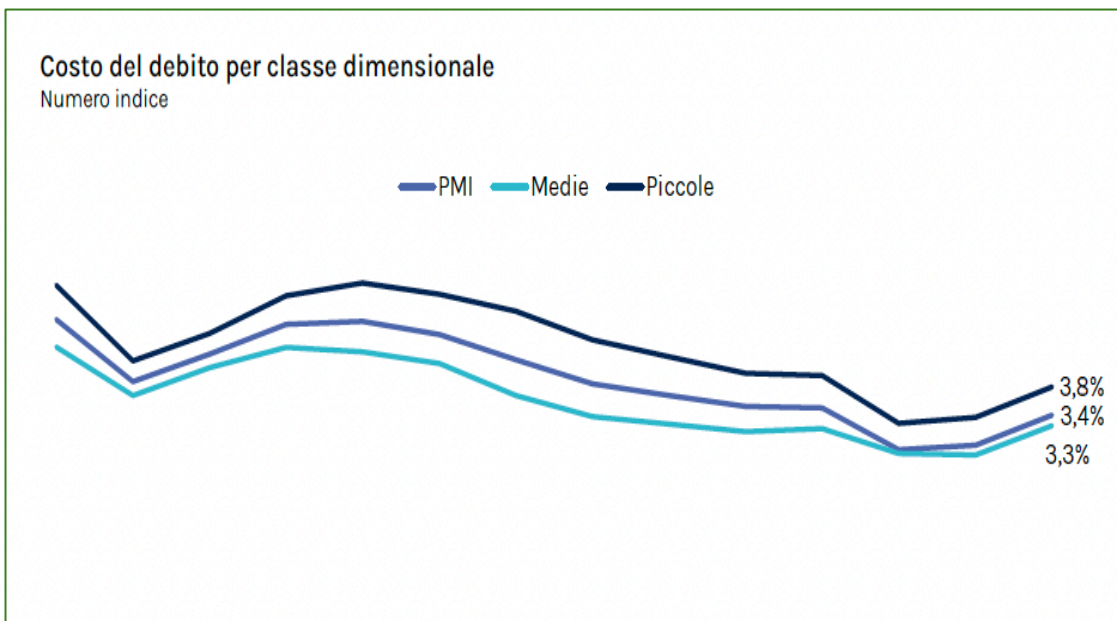


Figura 1.2 andamento del costo del debito per le imprese suddivise per dimensione.
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023.

Secondo quanto riportato dalla Banca d'Italia, nel corso del 2023, le aziende italiane non appartenenti al settore finanziario hanno emesso bond per un valore totale che ha raggiunto la cifra record di oltre 60 miliardi di euro.

Tuttavia, tenendo conto anche dei notevoli rimborsi, il saldo netto delle emissioni si attesta a 15,3 miliardi di euro.

Il 2023 ha visto un marcato incremento dei tassi di interesse sui finanziamenti a breve termine. In particolare, il tasso annuo effettivo globale (TAEG)⁸ sui prestiti concessi per periodi inferiori a un anno a società non finanziarie, per importi superiori a 1 milione di euro, è aumentato al 5,30%, rispetto all'1,27% registrato l'anno precedente. Di fronte a questo scenario, molte aziende potrebbero aver esplorato alternative ai tradizionali prestiti bancari.⁹

⁸ TAEG indice armonizzato a livello comunitario che nelle operazioni di credito al consumo rappresenta il costo totale del credito a carico del consumatore, comprensivo degli interessi e di tutti gli altri oneri da sostenere per l'utilizzazione del credito stesso.

⁹ Fonte: Banca D'Italia, "Mercato finanziario"

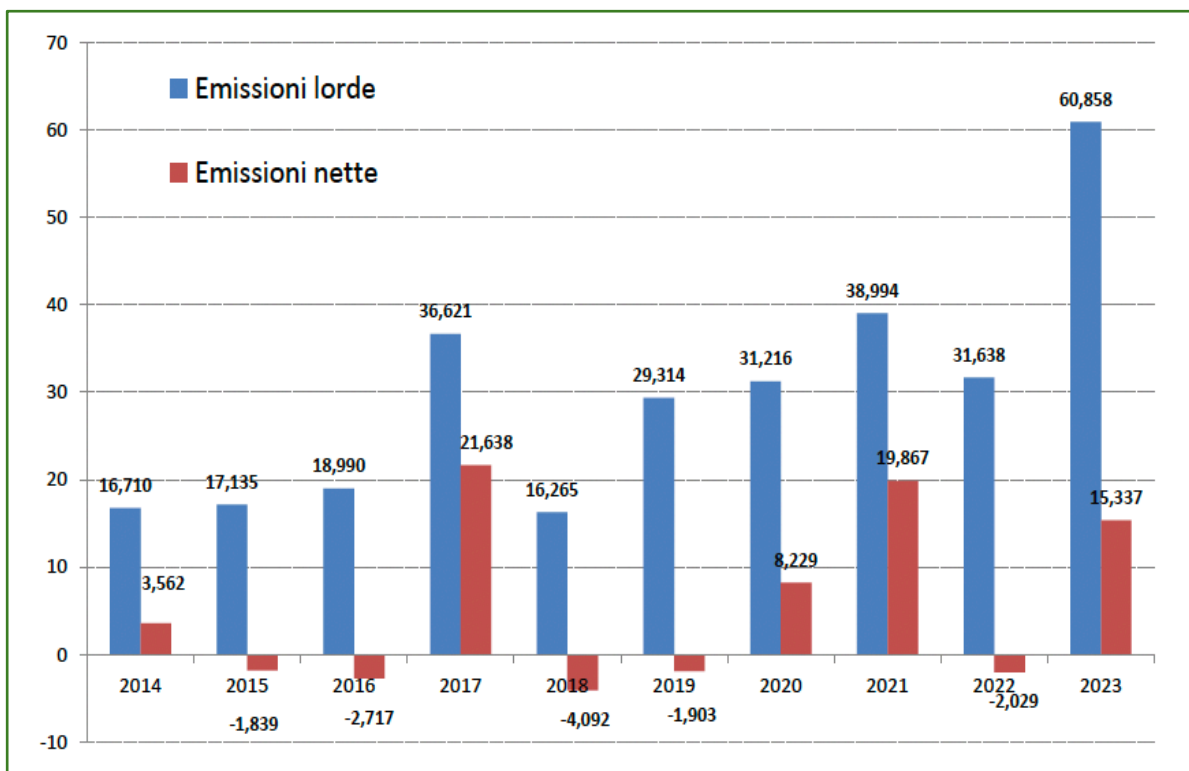


Figura 1.3 Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2014 al 2023 (dati in € miliardi).

Fonte: Banca d'Italia.

1.3 La normativa rilevante

La normativa italiana riguardante la disciplina dei minibond è il risultato di diversi decreti emanati a partire dal 2012.

I provvedimenti legislativi emanati hanno creato un nuovo mercato in cui gli investitori qualificati possono selezionare opportunità finanziarie in cui allocare le proprie risorse.

Le principali normative di riferimento sono contenute nel Decreto-legge 22 giugno 2012 n. 83 (“Decreto Sviluppo”) e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 (“Decreto Sviluppo Bis”), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano “Destinazione Italia”) e nel D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (“Decreto Competitività.”).

Due decreti interministeriali, Decreto MiSE- MEF del 24 giugno 2013 e Decreto MiSE- MEF del 5 giugno 2014, hanno integrato il quadro legislativo specificando le modalità di supporto alle emissioni di minibond e di portafogli di minibond da parte del Fondo Centrale di Garanzia.

Inoltre, il quadro normativo è stato completato anche dai provvedimenti delle Agenzie delle Entrate del 2012 e 2014, Circolare n.4/E del 6 marzo 2013, Risoluzione n.43/E del

2 luglio 2013, Circolare n.29/E del 26 settembre 2014, in cui sono specificate sia le deduzioni dal reddito d'impresa che le esenzioni fiscali.¹⁰

Decreto Sviluppo

L'obiettivo principale del “Decreto Sviluppo” era rendere omogenea la disciplina civilistica e fiscale tra società quotate e non quotate in modo da stimolare l'economia promuovendo investimenti e supportando le imprese, soprattutto nel contesto di una crisi economica.

I minibond sono stati introdotti come strumenti per permettere alle PMI di diversificare le loro fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dai prestiti bancari tradizionali. Prima dell'adozione di tale Decreto, il Codice civile imponeva un limite massimo all'emissione di obbligazioni da parte delle società.¹¹

Specificatamente, l'articolo 2412 stabiliva che le società potessero emettere obbligazioni fino a un valore non superiore al doppio del loro capitale sociale, della riserva legale e delle altre riserve disponibili come risultava dall'ultimo bilancio approvato. Questa restrizione non si applicava alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, ma solamente per le obbligazioni anch'esse quotate.

Il "Decreto Sviluppo" ha modificato questa normativa, eliminando tale limite per le emissioni di obbligazioni da parte delle società di capitali, anche se non quotate.

Questo cambiamento ha permesso a tali obbligazioni di essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, o di includere obbligazioni convertibili che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni.

Oggi, le PMI italiane non quotate, tra cui le S.p.A., S.r.l. e le Società Cooperative, possono accedere al finanziamento tramite l'emissione di minibond, a patto che rispettino certi requisiti normativi.

Il “Decreto Sviluppo” ha anche introdotto importanti novità nella normativa fiscale italiana. Inizialmente era previsto che gli interessi passivi sui titoli di debito fossero deducibili solo fino a certi limiti, stabiliti in base ai tassi ufficiali di riferimento europei. Se i titoli erano inclusi nella "white list" europea, gli interessi erano deducibili fino al

¹⁰ Fonte: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020

¹¹ Fonte: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020

doppio del tasso ufficiale. Se non inclusi, la deducibilità era limitata a un tasso del 5/3 del tasso ufficiale.¹²

Con il Decreto Sviluppo, queste regole sono state modificate per essere più favorevoli alle imprese, per cui per le società non quotate è stata introdotta la possibilità di dedurre gli interessi passivi fino al 30% del loro margine operativo lordo.

Per i titoli non quotati, gli interessi rimangono deducibili al 30% del margine operativo lordo, solo se detenuti da investitori qualificati che non possiedono più del 2% del capitale dell'azienda emittente e se il beneficiario dei proventi è residente in un paese con adeguato scambio di informazioni fiscali.

Il Decreto ha inoltre esteso il regime fiscale favorevole sugli interessi percepiti dagli investitori a più categorie di titoli, inclusi quelli negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione, sia per le società quotate che no. La tassazione sostitutiva sugli interessi è stata fissata al 20%, e poi aumentata al 26% dal 1° luglio 2014.

Infine, è stata introdotta la deducibilità completa delle spese di emissione dei titoli, come le commissioni pagate per consulenze, rating, collocamento, e altre spese simili, rendendole deducibili nell'anno di sostenimento secondo il principio di cassa. Questo ha reso l'emissione di minibond e altri titoli di debito più attraente dal punto di vista fiscale per le imprese italiane.

In tale prospettiva, Borsa Italiana ha creato la piattaforma Extra Mot Pro, specificatamente progettata per la quotazione e il trading di minibond offrendo un processo di quotazione snello ed esonerato dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto di quotazione completo, semplificando così l'accesso al mercato per le PMI.

Con il Governo Monti, il Decreto Sviluppo-bis, ha rettificato alcune disposizioni emanate, tra cui: le precisazioni sulle agevolazioni tributarie; l'eliminazione dell'obbligo di

¹² Fonti: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020 e D.L. 83/2012 'Sviluppo'

sottoscrizione dei titoli da parte dello sponsor; l'introduzione della normativa antielusione dell'art. 32, co. 8, del Decreto Sviluppo tramite l'aggiunta del co. 24-bis.¹³

Decreto Destinazione Italia

Il "Decreto Destinazione Italia", approvato il 23 dicembre 2013, ha introdotto innovazioni volte a favorire la diffusione di forme di finanziamento di medio e lungo termine alternative o complementari a quelle bancarie, con particolare attenzione ai minibond e portafogli di minibond.

Le disposizioni principali riguardano:

- L'estensione dell'ambito di applicazione della legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, la quale include anche obbligazioni e titoli simili, esclusi quelli partecipativi, ibridi e convertibili.
- È stato ampliato il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'esercizio dell'attività d'impresa, estendendolo anche a garanzia per obbligazioni e titoli simili.
- È stata introdotta la possibilità di applicare un'imposta sostitutiva dello 0,25% sulle garanzie dei minibond, rendendoli più attraenti per gli investitori.
- È stata eliminata la ritenuta del 20% sui proventi dei titoli non quotati quando sottoscritti da fondi di investimento, incentivando ulteriormente l'investimento in questi strumenti.
- Possibilità per Fondi pensione e Assicurazioni di investire una parte delle loro riserve tecniche direttamente in minibond o in fondi che investono in minibond.
- È stata garantita la possibilità per il Fondo Centrale di Garanzia di offrire garanzie ai Fondi che investono in minibond.
- Le banche possono ora usare i titoli derivanti dalla cartolarizzazione di minibond come garanzia collaterale nelle operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea.

Queste misure mirano a diversificare e rendere più accessibili le fonti di finanziamento per le imprese italiane, facilitando la crescita e lo sviluppo sia su scala nazionale che internazionale.¹⁴

¹³ Fonti: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020 e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'

¹⁴ Fonti: D. D'Arcangelo, Angelo Paletta – Minibond- 06/2020 e D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'

Decreto Competitività

Il Governo Renzi con il Decreto Competitività, varato dal Consiglio dei ministri a giugno 2014, ha introdotto una serie di misure per rafforzare la competitività delle imprese italiane e ha precisato alcune disposizioni per il rilancio e lo sviluppo delle imprese.

Con riferimento al mercato dei minibond, è stata prevista la soppressione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni non quotate in sistemi multilaterali di negoziazione, purché collocate da investitori istituzionali. Inoltre, è stata attuata l'estensione dell'imposta sostitutiva anche a cessioni di crediti garantiti e la disapplicazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni e titoli similari corrisposti alle società di cartolarizzazione che li sottoscrivono.¹⁵

Il settore dei minibond in Italia ha visto negli ultimi anni ulteriori modifiche normative che mirano a rafforzare e rendere più accessibile questo mercato.

Un cambiamento importante è rappresentato dalla garanzia pubblica offerta dal Fondo di Garanzia, introdotta dal decreto-legge 73/2011 "Sostegni-bis", che permette una contro-garanzia sulle collezioni di minibond detenute da banche e società finanziarie abilitate.

Nel novembre 2013, invece, è entrato in vigore il Regolamento Europeo (UE) 2013/1503, European Crowdfunding Service Providers (ECSP), relativo la raccolta di capitale attraverso piattaforme Internet da parte delle imprese.

Questo Regolamento stabilisce un quadro comune sia per la raccolta di capitale di rischio (equity crowdfunding) sia per il debito (finanziamenti diretti e titoli obbligazionari come i minibond).

I "servizi di crowdfunding" rappresentano l'intermediazione nella concessione di prestiti e la distribuzione di valori mobiliari.

In Italia, il Decreto-legge 30/2013 ha designato Consob e Banca d'Italia come le autorità responsabili della supervisione di questi servizi.

¹⁵ Fonti: D. D'Arcangelo, A. Paletta – Minibond- 06/2014 e D.L. 91/2014 'Competitività'

Consob si occupa della gestione delle richieste di autorizzazione e vigilanza delle operazioni di crowdfunding, in coordinamento con l'ESMA (Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati).

Banca d'Italia, d'altra parte, si concentra sulla solidità finanziaria, la mitigazione dei rischi, la governance aziendale e i requisiti organizzativi e di continuità delle attività, oltre ai controlli interni.

Recentemente, il 27 marzo 2024, è entrata in vigore la Legge "Capitali", in cui sono state apportate modifiche agli articoli 2412 e 2483 del Codice civile, che regolano l'emissione di titoli di debito da parte delle Srl e la circolazione di obbligazioni delle SpA. L'obiettivo è semplificare l'accesso delle PMI ai mercati di finanza alternativa.

In particolare, i titoli di debito delle Srl, precedentemente sottoscrivibili solo da investitori professionali sotto vigilanza prudenziale, ora possono circolare più liberamente tra tutti gli investitori professionali, a condizione che ciò sia specificato nelle condizioni di emissione senza possibilità di modifiche. Questo elimina la necessità che l'investitore originario funga da garante della solvibilità in caso di trasferimento del titolo.

Inoltre, per le società per azioni (SpA), la legge ora permette l'emissione di obbligazioni per un importo che può superare il doppio del capitale sociale, basandosi sugli ultimi dati registrati nel Registro delle Imprese piuttosto che sull'ultimo bilancio approvato. Questo facilita le emissioni di minibond in seguito ad aumenti di capitale. Inoltre, è stata introdotta la possibilità di emettere obbligazioni oltre tale limite se destinate esclusivamente a investitori professionali, ampliando così le opzioni di finanziamento per le aziende senza le restrizioni precedentemente imposte.¹⁶

Questi aggiornamenti normativi offrono più flessibilità e opportunità per le piccole e medie imprese (PMI) di accedere a finanziamenti alternativi e allo stesso tempo, queste misure aumentano le responsabilità degli intermediari e consulenti finanziari.

¹⁶ Fonte: D.L. 2024 'Capitali'.

1.4 I minibond in Europa nel 2023

È interessante osservare il modo in cui avvengono gli sviluppi del mercato dei minibond anche all'estero.

Nel Regno Unito, la Borsa di Londra, London Stock Exchange, offre dal 2020 una piattaforma specifica, l'Order book for Retail Bonds (ORB), che permette le emissioni di minibond già dal 2010, a piccoli investitori, con investimenti che vanno dalle 100 alle 10.000 sterline.

Inoltre, nel Regno Unito, patria del FinTech, è possibile effettuare collocamenti privati di minibond rivolti a un'ampia gamma di investitori, anche attraverso piattaforme Internet. La Financial Conduct Authority (FCA), nel 2020, ha perciò imposto delle restrizioni sui minibond speculativi per proteggere gli investitori retail meno esperti.¹⁷

In Germania, esistono listini dedicati ai titoli di debito delle PMI, come l'Entry Standard a Francoforte, il Primärmarkt a Düsseldorf, il Mittelstandsbörse Deutschland ad Amburgo-Hannover ed infine a Monaco il M: access bond.

A Stoccarda esiste un mercato regolamentato non ufficiale composto da diversi segmenti, uno dei quali è proprio dedicato ai *minibond*, il Bondm. L'esperienza di Bondm, però, è stata deludente a causa di numerosi default. Nel primo semestre del 2023, le PMI tedesche hanno raccolto 284 milioni di euro tramite minibond, con un tasso di interesse medio dell'8,77%, mostrando un aumento della trasparenza e delle informazioni disponibili per gli investitori.¹⁸

In Austria, invece, la Borsa di Vienna gestisce un mercato non regolamentato per le obbligazioni societarie, il Vienna MTF, che ha attratto molte emittenti europee grazie a procedure semplificate e costi ridotti. Alla fine del 2023, erano quotati 453 bond di 284 società non finanziarie, con un numero significativo di emittenti italiane.¹⁹

In Francia, le PMI hanno a disposizione tre mercati borsistici dedicati per le loro emissioni obbligazionarie: Euronext, Euronext Growth e Euronext Access. Per poter emettere

¹⁷ Fonte: London Stock Exchange

¹⁸ Fonte: Institutional-money.com

¹⁹ Fonte: Wiener Börse

obbligazioni, il valore nominale dell'emissione deve essere di almeno 200.000 euro per i collocamenti destinati agli investitori professionali e di 5 milioni di euro per quelli aperti al pubblico. Tutte le aziende che emettono obbligazioni devono presentare un bilancio certificato e ottenere un rating da un'agenzia riconosciuta dall'ESMA. Alla fine del 2023, c'erano 289 obbligazioni assimilabili ai minibond quotati su Euronext Paris.²⁰

In Spagna, dal 2013, esiste il Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf), un mercato non regolamentato per i titoli di debito delle PMI, gestito da Bolsa y Mercados Españoles. Questo mercato accoglie sia cambiali finanziarie che obbligazioni, destinate esclusivamente agli investitori professionali, con un investimento minimo di 100.000 euro e possono essere emessa da S.P.A. e S.R.L.

A fine 2023, 67 erano le obbligazioni assimilabili a minibond quotati su Marf, con un volume totale di emissioni, comprese le cambiali finanziarie, di 13,74 milioni di euro.²¹

In Norvegia, il Nordic Alternative Bond Market (ABM), che fa parte del gruppo Euronext, offre uno spazio per la quotazione e il trading di obbligazioni e commercial paper con durata fino a 12 mesi. Questo mercato è diviso in due segmenti: uno riservato agli investitori istituzionali e l'altro aperto anche agli investitori retail, differenziati dal valore nominale del titolo.

Le emissioni devono superare i 2 milioni di corone norvegesi, circa 220.000 euro.

Alla fine del 2023, erano quotati 1.443 minibond.²²

Altre nazioni dell'Est Europa, come Polonia, Bulgaria, Croazia e Slovenia stanno sviluppando mercati specifici per i minibond.

²⁰ Fonte: Euronext

²¹ Fonte: Bolsas y Mercados Espanoles

²² Fonte: Oslo Bors

2. Le imprese emittenti

2.1 Il campione aggiornato delle imprese emittenti

Il campione analizzato in questo paragrafo esamina tutte le emissioni di minibond emesse fino al 31 dicembre 2023.

Secondo quanto diffuso da Borsa Italiana sul mercato borsistico italiano nel 2023, le imprese italiane che hanno emesso minibond sono state 165, per un totale di 184 emissioni. Alcune società hanno emesso più volte minibond e questo spiega la differenza tra il numero di emissioni e il numero di emittenti.

Da un'analisi comparativa con i dati del 2022 allorché le imprese emittenti sono state 268, emerge un calo significativo di 103 aziende, equivalente a una riduzione del 38%.

Nel 2023 le nuove imprese che hanno emesso minibond sono solo 123, rispetto le 202 del 2022, segnando così una notevole inversione di tendenza rispetto alla crescita continua degli anni precedenti.

Come è possibile notare dalla *Figura 2.1*, i risultati del campione analizzato del 2023 mostrano una variazione nella distribuzione, anche tra i vari tipi di società emittenti, per cui:

- le Spa rappresentano il 53,3% del totale, con 88 società, dato leggermente inferiore rispetto all'anno precedente;
- le Srl, invece, costituiscono il 45,5%, pari a 77 società, dato in aumento rispetto al 2022.
- le società cooperative sono pari all'1,2%, con solo 2 società.
- le società consortili sono pari a 0, un dato inferiore rispetto le 3 presenti nel 2022.²³

²³ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

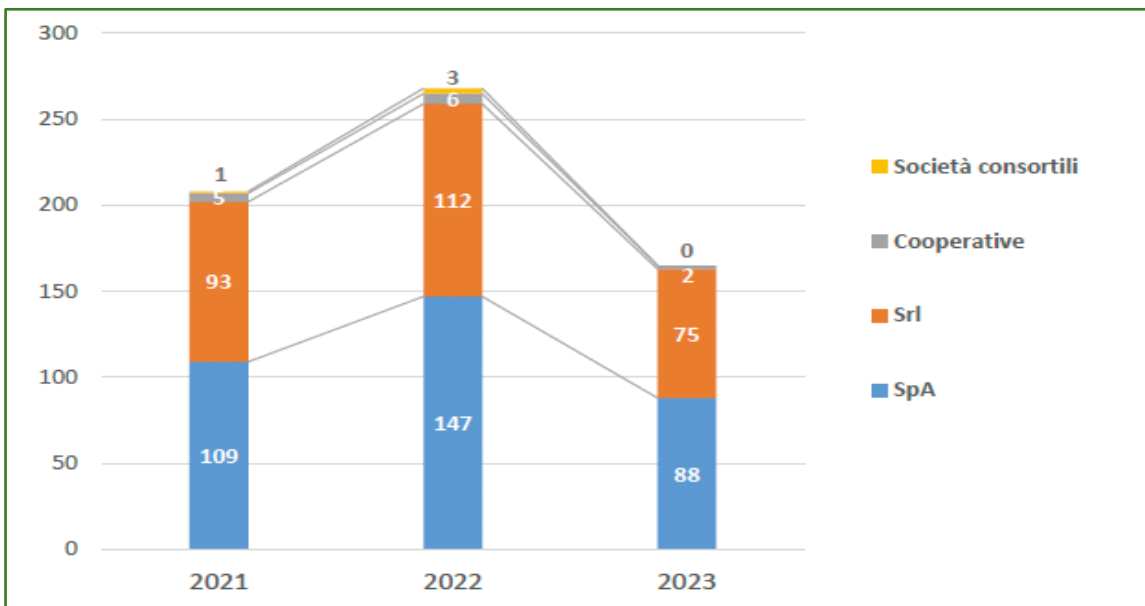


Figura 2.1 Classificazione delle emittenti di minibond per tipologia di impresa, con evoluzione dal 2021 al 2023.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024).

Nel 2023, come negli anni precedenti, la maggior parte delle aziende che hanno emesso minibond sono le PMI, rappresentando il 74,5% del totale.

Analizzando i dati riportati dall'Osservatorio del Politecnico di Milano sulle emissioni di minibond dal 2013 al 2023, emerge che la distribuzione geografica delle imprese emittenti, è preponderante nelle regioni del Nord Italia, le quali dominano il mercato, con il 65,6% del totale. Tuttavia, il Sud progressivamente aumenta la sua quota di mercato anno dopo anno.

La Figura 2.2 mostra una segmentazione delle aziende in base al fatturato riferito all'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione dei minibond.

La fascia di fatturato più rappresentata è quella tra i 10 e i 25 milioni di euro, con 260 osservazioni che corrispondono al 22,4% del totale.

A seguire ci sono le aziende con fatturato tra i 2 e i 10 milioni di euro, con il 18,0% del campione.

Il 7% delle aziende che ha emesso titoli, non aveva ancora depositato un bilancio. Tali imprese sono prevalentemente nuove, ma originate da scissioni o ristrutturazioni di

attività già esistenti. Alcune di queste società sono state create specificamente per operazioni di leveraged buyout.²⁴

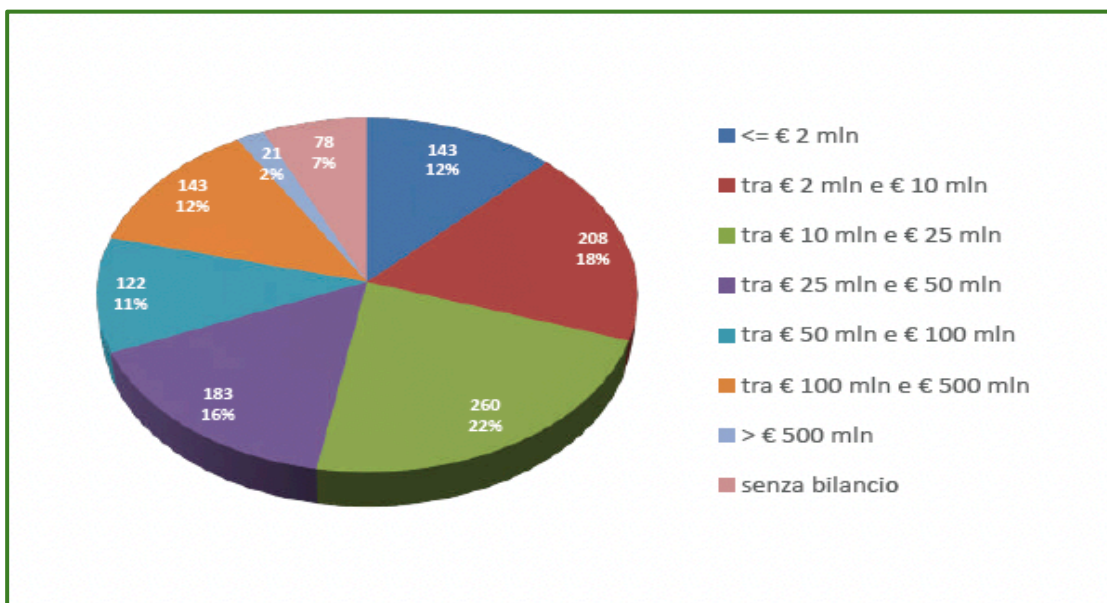


Figura 2.2: Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2023 per classe di fatturato consolidato. Campione: 1.158 imprese.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024).

Analizzando i dati sopra riportati e comparandoli con i seguenti esposti nella *Figura 2.3*, si nota come l'anno 2023 si sia rivelato sfavorevole per tutte le categorie di aziende.

Il calo più evidente si registra nei ricavi tra i 100 e i 500 milioni di euro, i cui emittenti si sono più che dimezzati.

Il decremento meno marcato, invece, accade nelle aziende con fatturato tra 2 milioni e 10 milioni di euro, con una riduzione del 29%, seguite da quelle con ricavi tra 10 milioni e 25 milioni di euro, con un calo del 31%.²⁵

²⁴ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

²⁵ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

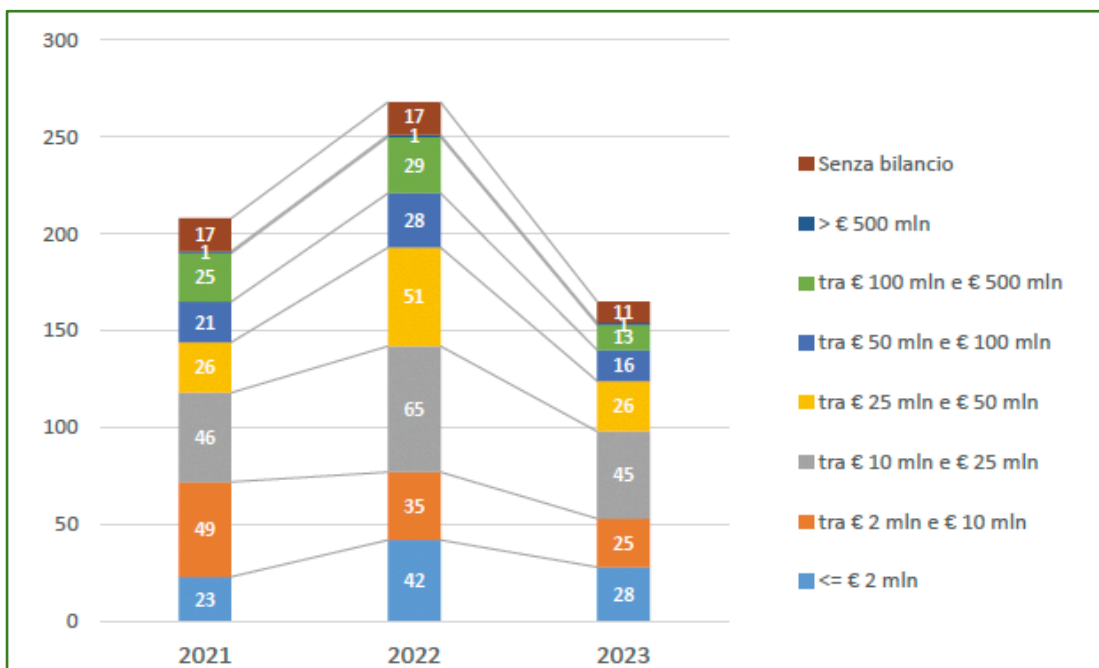


Figura 2.3 Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato, con evoluzione dal 2021 al 2023.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

Infine, è importante conoscere i settori di appartenenza delle imprese emittenti.

Dalla Figura 2.4, si evince una classificazione delle imprese emittenti secondo il codice di attività ATECO, per cui si osserva che le aziende manifatturiere (codice C) sono le più numerose, rappresentando il 39,5% del campione con 457 casi, seguite dalle imprese del settore commercio (codice G) con 129 emittenti, che costituiscono l'11,1% del totale.

Le attività professionali (codice M) contano 107 aziende, pari al 9,2%, mentre il settore delle costruzioni (codice F) include 100 imprese, rappresentando l'8,6% del campione. Le società classificate come inattive sono quelle di recente costituzione che non hanno ancora un codice ATECO assegnato.

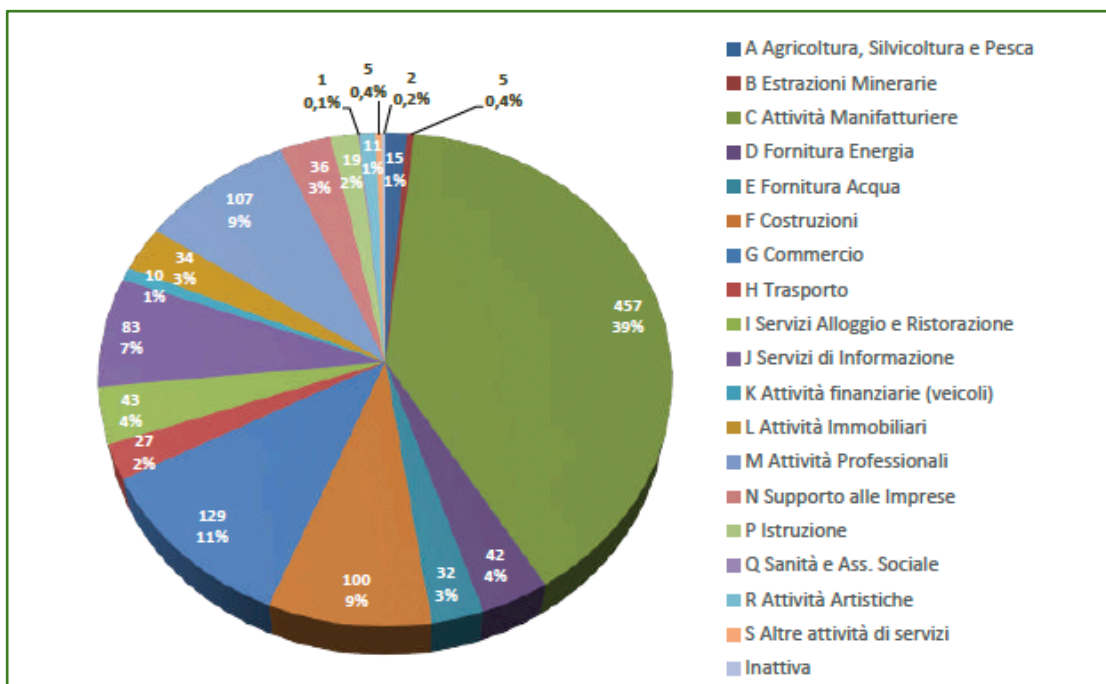


Figura 2.4 Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2023 per tipologia di attività secondo la classificazione ATECO. Campione: 1.158 imprese
Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

La distinzione delle differenze settoriali tra (PMI) e grandi imprese in termini di presenza nei vari settori varia, per cui le PMI tendono ad essere più presenti nei settori della fornitura di energia, costruzioni, commercio, trasporti e attività immobiliari.

Al contrario, le grandi imprese sono più frequenti nei settori delle attività minerarie, manifatturiero, professioni specializzate e nei servizi di supporto alle imprese.²⁶

2.2 Le operazioni di sistema e i 'basket bond'

Una delle sfide nell'uso dei minibond è attrarre investitori professionali, che spesso cercano investimenti con soglie minime più elevate. Una soluzione a questo problema è rappresentata dalle emissioni congiunte di più emittenti, conosciute come *basket bond*.

I *basket bond* sono, anch'essi strumenti di finanza alternativa, specificamente destinati a PMI e Mid-Cap²⁷ che cercano di finanziare progetti di crescita, innovazione e internazionalizzazione.

²⁶ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

²⁷ Le mid-cap (*middle-size capitalization*) è il termine che indica le società quotate in un mercato azionario caratterizzate da media capitalizzazione.

I *basket bond* offrono una serie di vantaggi significativi. In primo luogo, facilitano l'accesso delle aziende al mercato dei capitali, permettendo loro di collaborare in emissioni congiunte. Questo non solo aumenta l'attrattiva degli investimenti, ma consente anche alle imprese di diversificare le loro opzioni di finanziamento oltre al tradizionale ricorso al sistema bancario. In tal modo, i *basket bond* si configurano come uno strumento prezioso per integrare e ampliare le possibilità finanziarie a disposizione delle imprese.

I *basket bond* aggregano varie emissioni obbligazionarie in una singola struttura, consentendo alle aziende di ottenere finanziamenti di medio-lungo termine, anche da investitori istituzionali.

In alcuni scenari, ci sono emissioni coordinate per le scadenze, completamente sottoscritte da un veicolo di cartolarizzazione specificatamente creato. Questo veicolo si finanzia sul mercato emettendo titoli *ABS (Asset Backed Securities)*, i quali sono basati sui minibond emessi. Gli investitori acquistano questi titoli cartolarizzati, che rappresentano un portfolio diversificato, raggiungendo così una massa critica significativa.

È inoltre possibile istituire diverse categorie di ABS, come le *tranche junior e senior*, destinate a investitori con differenti profili di rischio e rendimento. La presenza di eventuali garanzie pubbliche che coprono i rischi di credito rende questi programmi ancora più attraenti sul mercato.

Altre iniziative prevedono un periodo di *ramp-up*, durante il quale le aziende emettono minibond che sono poi periodicamente trasferiti al veicolo di cartolarizzazione, offrendo così maggiore flessibilità e non legando rigidamente le aziende tra loro. Alcuni programmi possono anche prevedere una serie di emissioni consecutive focalizzate su un settore specifico o su una particolare area geografica, che non necessariamente procedono alla cartolarizzazione, ma puntano a generare economie di scala nei processi originari e nei costi di emissione.²⁸

²⁸ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024) e Cassa Depositi e Prestiti. *Minibond E Basket Bond per La Ripresa Economica Delle Piccole E Medie Imprese Italiane*. 2021.

Le aziende partecipanti ai *basket bond* sono generalmente selezionate basandosi su criteri definiti e l'emissione dei titoli viene gestita da una società veicolo.

In queste operazioni, generalmente interviene Cassa Depositi e Prestiti (CDP)²⁹ la quale agisce come investitore istituzionale principale, sottoscrivendo una quota significativa dell'importo totale dell'emissione. In questi casi altri operatori finanziari sottoscrivono la quota restante delle emissioni.

Esistono vari tipi di *basket bond* in cui Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha investito, tra cui:

- *Basket Bond* Regionali: programmi finalizzati alla creazione di un portafoglio di minibond emessi da aziende situate nella regione specifica, al fine di supportare i loro piani di sviluppo. Il programma mira a rafforzare l'economia e la comunità della regione target. Una caratteristica di questi programmi è che la regione offre una garanzia diretta, come un *cash collateral*, che copre le perdite sui minibond fino a un massimo del 25% del valore totale del portafoglio.
- *Basket Bond* a Mercato: basket destinati a promuovere la crescita e sviluppo di PMI e aziende di dimensioni medie italiane, fornendo finanziamenti a medio-lungo termine attraverso un canale alternativo rispetto a quello bancario. Per questa tipologia di bond, le garanzie possono essere valutate caso per caso, a condizioni di mercato.

Cassa Depositi e Prestiti ha una lunga storia di impegno nella finanza alternativa e mostra operazioni completate con successo.

Per la tipologia *Basket Bond* regionali sono presenti i programmi Garanzia Campania Bond, Garanzia Campania Bond II e *Basket Bond* Puglia.

Per i *Basket Bond* a Mercato, invece, i programmi completati con successo sono i *Basket Bond* garantito BEI, che ha portato all'attivazione della garanzia su quattro programmi distintivi, quali: *Basket Bond* Italia, *Basket Bond* BPER, *Basket Bond* Crédit Agricole e *Basket Bond* ESG.³⁰

²⁹ Cassa Depositi e Prestiti (CDP) è un istituto finanziario italiano di proprietà pubblica che svolge un ruolo chiave nel finanziamento di progetti di interesse nazionale legati a infrastrutture, sviluppo urbano e economia. Attraverso la raccolta di risparmi postali, la CDP investe in iniziative che promuovono la crescita economica e lo sviluppo sostenibile in Italia.

³⁰ Fonte: *Basket Bond*, Cassa Depositi Prestiti

2.3 I costi del collocamento

L'emissione di minibond comporta dei costi associati, i quali rappresentano un fattore importante, ma non decisivo, per procedere con tale finanziamento.

Tali costi sono generalmente fiscalmente deducibili, e la loro entità può variare a seconda delle specificità dell'azienda emittente, della complessità dell'operazione e degli sforzi richiesti per emettere il minibond sul mercato.

Di seguito, sono elencati i principali costi nel caso di collocamento presso investitori istituzionali:

- Costi per eventuali atti notarili e registrazioni contrattuali;
- Costi per l'accentramento dei titoli presso un'entità autorizzata, come Monte Titoli³¹ SpA; questa operazione ha un costo iniziale di circa € 2.000 e un costo a regime annuale di circa € 1.500.
- Costi di certificazione del bilancio: per una PMI il costo indicativo annuale varia dai € 5.000 a € 15.000 in base al fatturato.
- Costi per la consulenza di un advisor finanziario: l'azione dell'Advisor, è fondamentale nel processo di emissione e può comportare una tariffa compresa tra lo 0,5% e il 2,0% del capitale raccolto.
- Costi per la nomina di un arranger: l'arranger può anche coincidere con l'Advisor e addebita una tariffa compresa tra lo 0,5% e l'1,5% del capitale collocato. Qualora non sia presente un advisor può arrivare anche fino al 2,5 %.
- Costi per l'assistenza di uno studio legale nella redazione e revisione dei documenti. Il costo è molto variabile, tra i 15.000 € e i 50.000 €, ed è rappresentato da una spesa unica;
- Costi legati all'eventuale quotazione su mercati borsistici; se l'azienda decide di quotarsi su ExtraMOT PRO3, vi è un costo di € 2.500, pagato una volta.
- Costi per l'emissione del rating: se l'azienda decide l'emissione del rating, sosterrà costi che possono variare tra i € 15.000 e i € 20.000 per una PMI. Negli anni successivi al primo, il costo può ridursi del 40%.³²

³¹Monte Titoli è il depositario unico nazionale fisico per tutti gli strumenti finanziari di diritto italiano.

³² Fonte: "Minibond: Cosa Sono E Come Funzionano." *SA Finance*.

2.4 L'analisi dei bilanci delle imprese emittenti

L'analisi dei bilanci delle imprese emittenti riportata all'interno del *10° Report italiano sui minibond* analizza i dati emersi dal database AIDA-BVD riguardo i bilanci delle aziende prima e dopo l'emissione, in maniera particolare considera i tre anni precedenti e i tre successivi.

Frutto di analisi sono i principali indicatori finanziari delle PMI: EBITDA/ Vendite e Leva finanziaria.

In termini di marginalità operativa, si osserva il rapporto tra EBITDA (margine operativo lordo) e vendite da fatturato.

Si nota che alcune medie sono negative e influenzate da valori estremi, la tendenza generale mostra che, per le emissioni del 2017 e 2018, la redditività è rimasta stabile prima dell'emissione, ma con risultati meno positivi dopo.

Al contrario, con le aziende che hanno emesso minibond nel 2019 e 2020, si è notata un'inversione di questa tendenza.

Per quanto riguarda la leva finanziaria, misurata dal rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto, i dati indicano valori stabili o in calo all'avvicinarsi dell'emissione e anche durante l'anno 0, per cui i minibond non hanno peggiorato le condizioni finanziarie delle imprese, bensì hanno sostituito o integrato debiti preesistenti o contribuito a operazioni di ricapitalizzazioni equity.

Emittenti 2017	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (10,1%)	-0,3% (9,6%)	15,10% (11,3%)	11,1% (9,6%)	-8,3% (8,3%)	2,2% (8,3%)
Leverage	1,65 (1,44)	1,79 (1,50)	1,58 (1,29)	1,57 (0,81)	2,02 (0,78)	1,13 (0,76)
Emittenti 2018	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	-4,8% (8,4%)	-0,3% (8,2%)	2,4% (8,2%)	-0,9% (8,1%)	-14,7% (7,1%)	-1,6% (7,2%)
Leverage	1,55 (1,42)	1,55 (1,12)	1,98 (1,11)	1,32 (1,01)	1,70 (0,81)	1,10 (1,00)
Emittenti 2019	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (9,7%)	11,9% (9,2%)	5,0% (8,9%)	-0,2% (9,0%)	3,0% (10,1%)	11,5% (11,4%)
Leverage	5,08 (1,58)	5,62 (1,40)	2,54 (1,25)	1,91 (1,03)	1,92 (1,02)	2,72 (0,96)
Emittenti 2020	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (9,2%)	12,3% (9,6%)	6,6% (9,6%)	5,4% (9,2%)	1,0% (10,3%)	-
Leverage	1,56 (1,08)	1,68 (1,12)	1,61 (1,06)	1,48 (0,87)	2,30 (0,96)	-
Emittenti 2021	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	11,7% (9,3%)	8,2% (9,2%)	10,1% (9,2%)	5,5% (8,4%)	-	-
Leverage	1,58 (1,21)	1,23 (1,04)	1,79 (0,97)	1,94 (1,05)	-	-
Emittenti 2022	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	-2,4% (8,2%)	-8,5% (8,7%)	3,2% (8,6%)	-	-	-
Leverage	2,65 (0,95)	1,45 (0,81)	2,28 (0,93)	-	-	-
Emittenti 2023	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	10,5% (9,4%)	8,1% (9,9%)	-	-	-	-
Leverage	1,69 (0,78)	1,76 (0,87)	-	-	-	-

Tabella 2.1 Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di minibond (l'anno 0 è quello del collocamento). Campione formulato da 806 PMI emittenti di minibond dal 2017 al 2023 (veicoli di LBO esclusi).
Fonte: AIDA-BVD.

Le piccole e medie imprese (PMI) che emettono minibond tendono a registrare una crescita significativa già prima di raccogliere il capitale tramite queste emissioni.

Nonostante non ci siano statistiche dettagliate sui tassi di default delle aziende emittenti minibond, secondo Loan Agency Services, il tasso di insolvenza storico in Italia si attesta intorno al 5%.³³

I principali vantaggi dell'emissione di minibond sono:

- la diversificazione delle fonti di finanziamento che permette alle imprese di ridurre la loro dipendenza dai prestiti bancari e di distribuire meglio i rischi finanziari.

³³ 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

- Una maggiore stabilità finanziaria, in termini del prestito, come la durata e i rimborsi, i quali sono fissati in anticipo e non possono essere modificati unilateralmente dagli investitori. Questo protegge le imprese da possibili revoche di fondi o cambiamenti improvvisi nelle condizioni di credito.
- Assenza di segnalazione in Centrale Rischi, per cui le operazioni di minibond non vengono registrate nella Centrale Rischi, il che può migliorare il rating di credito di un'impresa poiché non incrementa il peso delle esposizioni finanziarie riportate in Centrale Rischi.
- Una quotazione semplificata, per cui i minibond possono essere negoziati in un segmento dedicato del mercato gestito da Borsa Italiana, accessibile solo ad investitori qualificati, che facilita le operazioni.
- Migliore visibilità del brand, per cui le imprese che quotano i minibond sul mercato possono migliorare la propria visibilità, rafforzando il loro profilo sul mercato.
- Accesso a garanzie supplementari dove le imprese possono beneficiare delle garanzie offerte dal Fondo Centrale di Garanzia, da SACE e Confidi, che possono includere moratorie sui rimborsi e condizioni più favorevoli di garanzia.³⁴

³⁴ “Accesso al Credito: Guida Ai Minibond.” *PMI.it*, 2022.

3. Le emissioni

3.1 Tipologie di minibond

Nell'ambito finanziario, la tassonomia dei minibond rappresenta un tema di crescente interesse, specie per le piccole e medie imprese che cercano alternative ai tradizionali canali di finanziamento bancario. Questo capitolo propone la struttura e la classificazione dei minibond, evidenziando come questi strumenti possano essere categorizzati in base a diverse caratteristiche.

Le diverse tipologie possono servire a finanziare una vasta gamma di progetti, come imprese già operanti e strutture create specificamente per effettuare acquisizioni o investimenti.

I minibond sono a loro volta acquistati o da un singolo investitore o da più sottoscrittori attraverso reti e canali in espansione. Inoltre, possono essere sia dematerializzati e potenzialmente negoziati in Borsa, sia rappresentati, raramente, da certificati cartacei.

Di seguito sono presenti le diverse classificazioni in base ai criteri sopra descritti, e sono:

1. *Minibond "captive"*;
2. *Minibond "single deal" (quotati e non quotati)*;
3. *Minibond listed "club deal" (quotati e non quotati)*;
4. *Basket bond*.³⁵

La prima tipologia di minibond è definita "*captive*" quando l'investitore è la stessa entità o fa parte del medesimo gruppo dell'originator dell'operazione; ovvero con chi ha affiancato l'impresa-debitrice nella strutturazione della stessa.

Solitamente è un'istituzione bancaria già in relazione con l'emittente. Queste operazioni sono molto simili a un classico prestito bancario e spesso i minibond non sono quotati, sebbene ci siano casi in cui sono negoziati in Borsa e la banca può distribuire il titolo ad altri investitori.

³⁵ Fonte: CA. "Minibond E Green Minibond." *Costanzo E Associati*, 2023.

Il secondo tipo di operazioni coinvolge situazioni in cui l'originator e l'investitore non sono la stessa entità, ovvero minibond “*non-captive*” e si suddividono in due sottogruppi. Queste operazioni sono strutturate secondo dinamiche di mercato competitive e possono essere sottoscritte da un singolo ente (come un fondo di debito privato o un investitore istituzionale) o da un consorzio di investitori, che includono anche entità pubbliche. Queste operazioni si distinguono in “*single deal*”, se vi è un unico sottoscrittore, o “*club deal*”, se vi sono più sottoscrittori, i quali possono essere sia quotati o privati.

I minibond *listed club deal* assomigliano alle pratiche del mercato azionario perché coinvolgono più investitori, offrono maggiore liquidità e richiedono all'emittente pratiche di *governance* e trasparenza delle informazioni più sofisticate.

Infine, la terza categoria di minibond è rappresentata dai “*basket bond*” ovvero titoli, inclusi quelli cartolarizzati, che possono essere quotati o no, creati per finanziare progetti collettivi che raggruppano diverse aziende in base alla loro posizione geografica o al tipo di industria a cui appartengono.

3.2 Scadenza e tasso di interesse

I minibond offrono una notevole flessibilità in termini di scadenza e di tasso di interesse. Generalmente, la data di scadenza di questi strumenti finanziari varia in base ai piani di investimento della società e ai tempi di ritorno delle risorse finanziarie, per permettere agli emittenti di allineare il rientro del debito con i flussi di cassa e di investimento.

Un minibond può essere comprato al suo valore nominale, sotto o sopra tale valore. Se acquistato al valore nominale, l'investitore beneficia sia del flusso di cedole sia della restituzione del capitale investito alla scadenza. Questo metodo di calcolo è relativamente diretto: basta moltiplicare il tasso d'interesse per il capitale investito e adeguarlo alla durata del minibond.

Se invece il minibond è quotato in borsa, il suo prezzo può fluttuare sopra o sotto il valore nominale. Il rendimento di un minibond dipende strettamente dai tassi di interesse ufficiali stabiliti dalla Banca Centrale Europea (BCE).

Se i tassi della BCE aumentano, il rendimento del minibond diventa meno competitivo rispetto a nuove emissioni, riducendo il suo prezzo di mercato. Al contrario, una

diminuzione dei tassi da parte della BCE rende il titolo più desiderabile, aumentando il suo valore di mercato.

Il prezzo del titolo è sensibile alle variazioni dei tassi di interesse. Pertanto, nella valutazione di un minibond è essenziale considerare il prezzo d'acquisto e prestare attenzione a potenziali guadagni o perdite nel caso di una vendita anticipata.

La maggioranza dei minibond offre una cedola fissa, garantendo agli investitori un rendimento predeterminato. Tuttavia, esistono anche minibond innovativi che legano il pagamento delle cedole agli obiettivi *ESG* (*Environmental, Social, Governance*) dell'azienda emittente. In questi casi, l'ammontare delle cedole può variare in base a quanto l'azienda raggiunge specifici traguardi di sostenibilità.

Inoltre, sul mercato si trovano anche i minibond *zero-coupon*. Questi particolari strumenti di debito non distribuiscono cedole periodiche. Invece, tutto il capitale più gli interessi accumulati sono restituiti agli investitori alla scadenza del minibond. Questo tipo di strumento può essere attraente per chi cerca una forma di investimento che maturi tutto il suo valore nel tempo, fino al momento del rimborso finale.³⁶

Un minibond è definito "*callable*" quando esiste la possibilità di un rimborso anticipato prima della sua naturale scadenza. Questa opzione è generalmente esercitabile dall'impresa emittente se essa trova condizioni di rifinanziamento più vantaggiose o se dispone di sufficiente liquidità per il rimborso anticipato. Tale flessibilità permette all'impresa di gestire il proprio debito in maniera più efficiente in base alle condizioni di mercato e alla propria situazione finanziaria.

Al contrario, un minibond definito "*putable*" conferisce all'investitore il diritto di richiedere il rimborso anticipato del proprio investimento. Questa caratteristica offre agli investitori una maggiore protezione e la possibilità di liberare risorse prima della scadenza programmata del minibond, qualora lo desiderino.

Le società che emettono minibond hanno anche la libertà di scegliere la modalità di ammortamento che meglio si adatta alle loro esigenze finanziarie. La modalità "*bullet*", ad esempio, prevede il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza. Questa

³⁶ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

opzione è chiara e semplice, ma meno frequente rispetto al rimborso "amortizing", dove il capitale è restituito gradualmente, secondo il piano di ammortamento, nel corso della vita del minibond. Quest'ultima modalità, distribuendo il carico del rimborso nel tempo, può facilitare la gestione finanziaria dell'impresa emittente.

Nella *Figura 3.1* si rappresenta la distribuzione dei minibond per scadenza, per cui i minibond con scadenza superiore ai 7 anni, rappresentano il 25,5% del totale, quelli con scadenze tra i 5 e i 6 anni, invece, sono il 22%, mentre le scadenze tra 1 e 4 anni sono meno comuni.³⁷

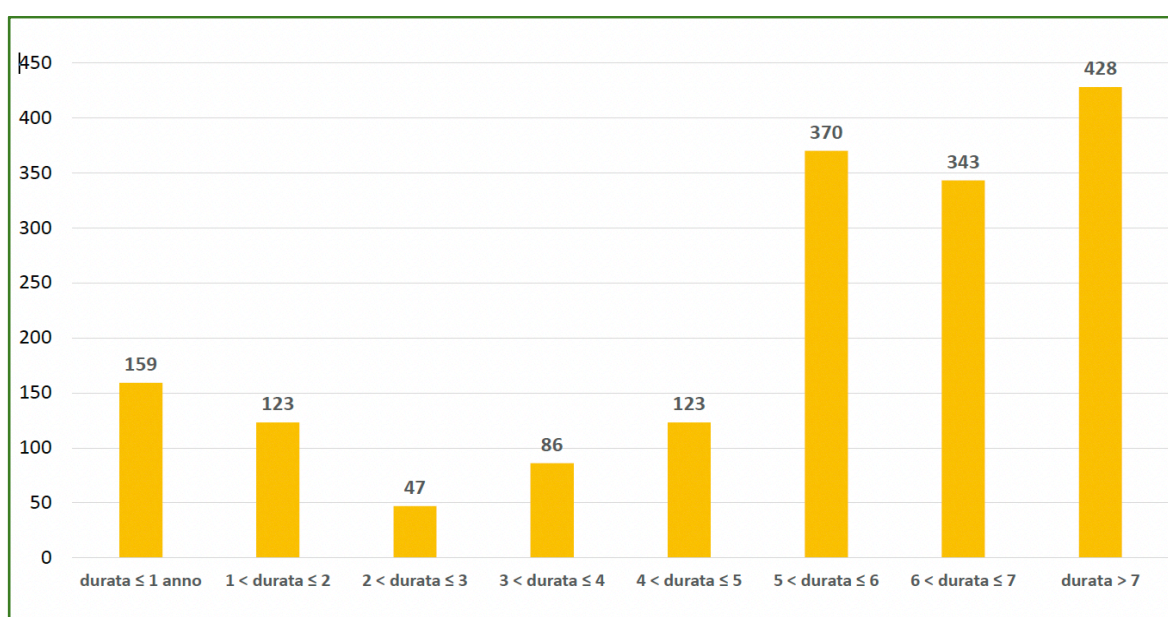


Figura 3.1 Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 1.679 emissioni di minibond sotto € 50 milioni.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

3.3 Il rating dell'emittente

Le piccole e medie imprese (PMI) che vogliono emettere obbligazioni nel segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana devono essere in grado di presentare solidi elementi che attestino la loro affidabilità e stabilità aziendale. È essenziale che queste imprese forniscano un business plan realistico e ben articolato, accompagnato da un bilancio certificato, per dimostrare la loro capacità di gestire il debito e promuovere la crescita sostenibile.

³⁷ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

Sebbene non sia obbligatorio, ottenere un rating creditizio è altamente raccomandato.

Un rating ufficiale facilita la comunicazione con gli investitori e contribuisce anche a mitigare il problema delle asimmetrie informative. Questo aspetto è particolarmente significativo per le PMI non quotate, che sono soggette a meno requisiti informativi normativi.

Avere un rating può rendere più trasparenti le condizioni finanziarie dell'impresa, aumentando così la fiducia degli investitori e potenzialmente abbassando i costi di finanziamento.³⁸

Ogni agenzia di rating adotta un proprio sistema di valutazione personalizzato per classificare le aziende in base a diversi indicatori finanziari ed economici. Questi rating possono essere gestiti in modi diversi: possono essere pubblici, *disclosed*, oppure possono rimanere confidenziali, *undisclosed*.

In genere, quando un'emittente richiede un rating *solicited*, questo viene poi divulgato al pubblico. Questo approccio trasparente è spesso adottato per facilitare le operazioni sul mercato e rafforzare la fiducia degli investitori.

D'altra parte, i rating *unsolicited* sono richiesti da investitori o altre entità esterne che desiderano una valutazione indipendente del profilo di rischio di un'azienda. In questi casi, il rating può rimanere confidenziale, utilizzato internamente da chi lo ha commissionato per prendere decisioni informate.

I rating pubblici sono più comuni per le emissioni di grandi imprese o società quotate e tendono a essere usati per strumenti finanziari a lungo termine. Per contro, sono meno frequenti nelle emissioni a breve termine o nelle piccole e medie imprese, dove le dinamiche di mercato e le esigenze di riservatezza possono differire.³⁹

In alcuni casi, il rating può diventare un requisito obbligatorio, in particolare se le politiche o i regolamenti degli investitori, come i fondi d'investimento o le entità pubbliche, lo richiedono.

³⁸ Fonte: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020

³⁹ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

È possibile avere una rappresentazione del legame tra le emissioni di minibond e giudizi di rating nella *Figura 3.2*, in cui è preso in considerazione tutto il campione di imprese analizzato dall'Osservatorio del Politecnico di Milano, per cui ad oggi:

- il 73% delle aziende coinvolte nelle iniziative di minibond non è stata valutata,
- 11% ha ricevuto un rating *undisclosed o unsolicited*
- 140 emissioni sono state associate ad un rating investment grade
- 139 emissioni sono state associate ad un giudizio speculative grade.⁴⁰

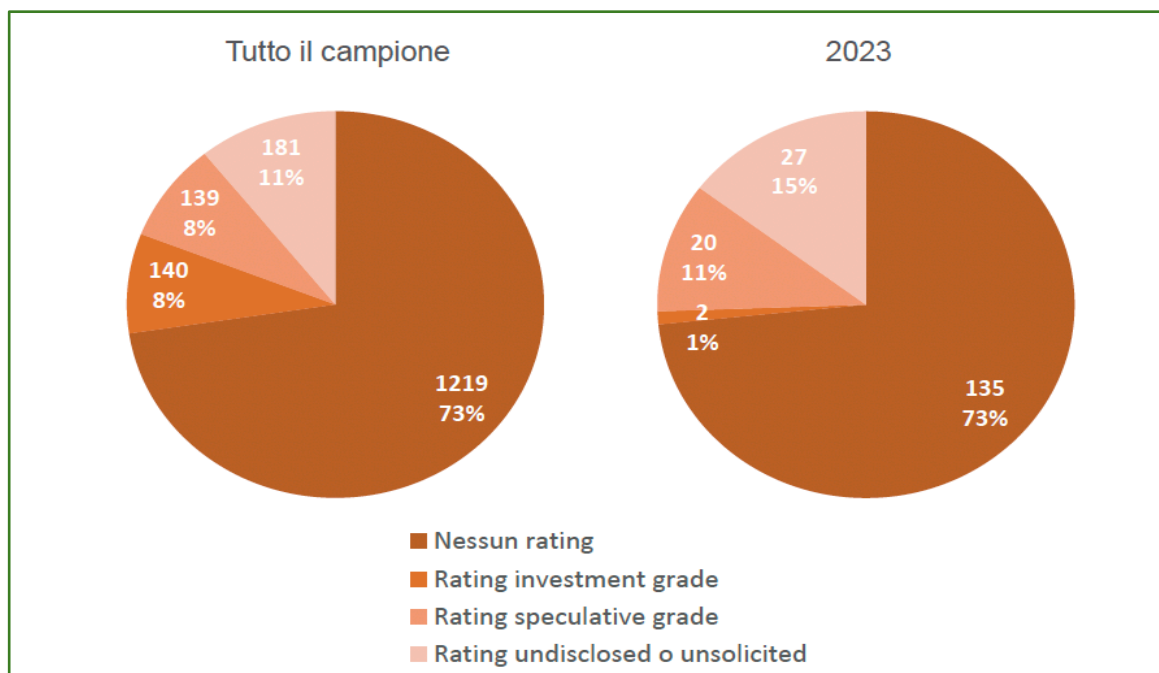


Figura 3.2 Presenza del rating sui minibond sotto € 50 milioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.679 emissioni e il campione del 2023.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

3.4 Opzioni, covenant e garanzie

Nel mercato dei minibond italiani, uno degli elementi che può influenzare il rendimento offerto è rappresentato dalla presenza di specifiche clausole all'interno del regolamento di emissione. Queste clausole forniscono una serie di opzioni sia alle imprese emittenti che agli investitori, creando un ambiente finanziario più flessibile e adattabile.

Tra le opzioni più rilevanti troviamo l'opzione *callable* e l'opzione *puttable*.

⁴⁰ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

Con l'opzione *callable*, le aziende emittenti hanno la facoltà di rimborsare il capitale in anticipo ai detentori dei bond. Questa opzione si rivela vantaggiosa per le imprese, specialmente se emergono opportunità di rifinanziamento a condizioni più favorevoli o se si verificano flussi di cassa inaspettati che consentono di estinguere il debito prima del termine previsto.

Al contrario, l'opzione *putable* è più a vantaggio per gli investitori. Questa opzione permette loro di richiedere il rimborso anticipato del capitale in risposta a eventi specifici che potrebbero incrementare il rischio di insolvenza dell'emittente.

Tale opzione rappresenta una sicurezza aggiuntiva per gli investitori, offrendo loro la possibilità di ritirare il proprio investimento prima della scadenza del bond nel caso in cui le condizioni finanziarie dell'emittente dovessero deteriorarsi.

Pertanto, la presenza di queste opzioni, *callable* per le imprese e *putable* per gli investitori, modula la remunerazione dei minibond e gioca un ruolo cruciale nella gestione del rischio e nella flessibilità finanziaria sia per emittenti sia per investitori.⁴¹

Secondo i dati e le informazioni presenti all'interno del 10° Report sui minibond del Politecnico di Milano 2024 e come è possibile osservare nella *Figura 3.3*, sono:

- 664 le emissioni che prevedono entrambe le opzioni, pari al 39%
- 336 titoli, invece, sono quelle che non prevedono alcuna opzione, corrispondenti al 20% del campione,
- i titoli solo *putable* sono 179, ovvero l'11%,
- i titoli solo *callable* sono 478, ovvero il 29%

Considerando la presenza di opzioni incluse nel Regolamento che disciplina l'emissione di minibond da parte di varie aziende italiane, le tendenze attuali mostrano che possiamo osservare l'opzione "*callable*" più frequentemente associata alle emissioni a breve termine e prevalentemente tra le PMI.

L'opzione "*putable*", invece, tende a essere più comune nelle emissioni a lungo termine ed è più usata dalle grandi imprese.

⁴¹ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

È interessante notare che entrambe le opzioni sono generalmente meno presenti nei minibond emessi da imprese quotate e in quelli a breve termine. In questi contesti, le condizioni di emissione e le caratteristiche dei minibond possono essere influenzate da altri fattori, come la reputazione dell'emittente e la stabilità finanziaria percepita, che riducono la necessità di tali opzioni per attrarre investitori.⁴²

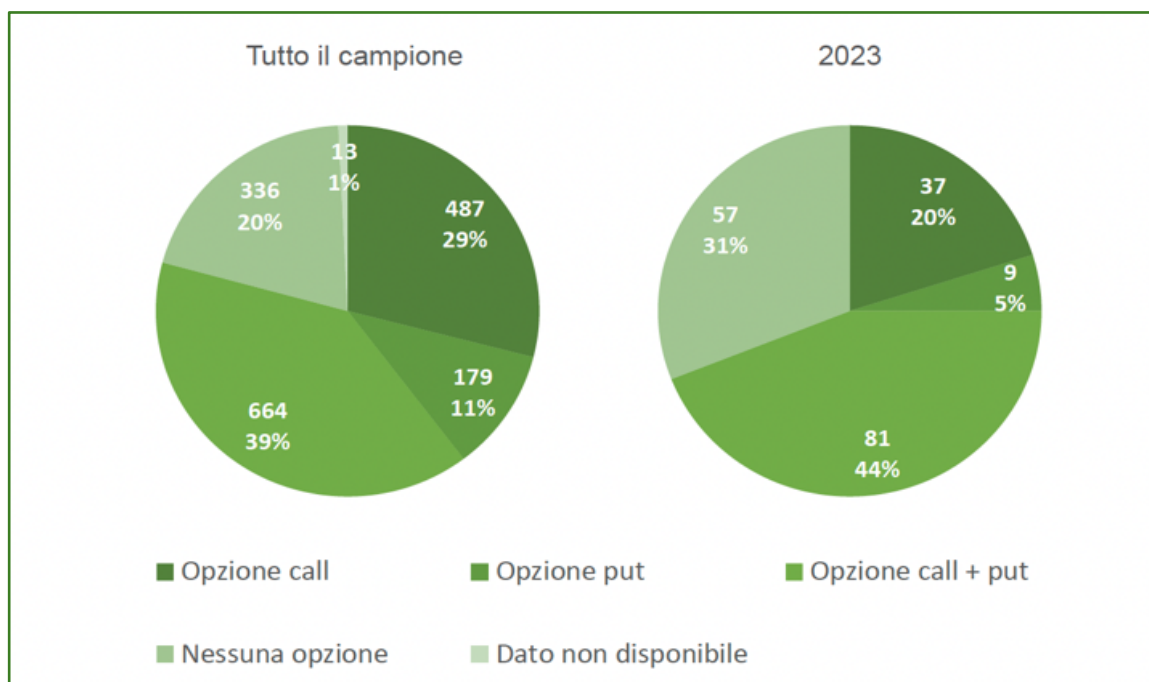


Figura 3.3 Presenza di opzioni call e/o put. Confronto fra il campione complessivo di 1.679 emissioni di minibond sotto € 50 milioni e il campione del 2023.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

Oltre all'opzione *put*, un'altra strategia utilizzata per offrire protezione agli investitori nei minibond è l'impiego di garanzie, spesso fornita da entità pubbliche, enti deputati a favorire l'accesso al credito delle PMI sotto forma di fidejussioni, ipoteche, pegni azionari che coprono il rischio di insolvenza da parte delle aziende emittenti.

I minibond che includono tali garanzie vengono classificati come "*secured*", mentre quelli senza sono definiti "*unsecured*".

Analizzando i dati raccolti dall'Osservatorio sui Minibond, si nota che, su un totale di 1679 emissioni registrate fino ad ora, il 56,3% sono accompagnate da una garanzia.

⁴² Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

“Nelle emissioni del 2023 si notano alcune cose interessanti. In generale sono aumentate le emissioni senza garanzia, con la fine delle misure emergenziali legate alla pandemia Covid.”⁴³

Particolare attenzione va riposta al Fondo Centrale di Garanzia, gestito dal Mediocredito Centrale, che comprende anche i minibond tra gli strumenti finanziari che possono beneficiare della garanzia del Fondo.

Le emissioni di minibond sono regolamentate anche dai cosiddetti *covenant*, sia finanziari sia non finanziari,

I *covenant* sono essenzialmente strumenti che mirano a garantire una certa protezione per gli investitori. Questi ultimi, oltre a dover gestire l'alto rischio intrinseco associato al modello di business in cui investono, devono anche tenere sotto controllo la salute finanziaria e patrimoniale delle aziende che emettono i minibond, per prevenire un possibile aumento del rischio di insolvenza, che potrebbe negativamente influenzare il valore delle obbligazioni nei loro portafogli.

In sostanza, i *covenant*, siano essi finanziari o non finanziari, impongono delle condizioni che le aziende devono rispettare; la violazione di queste può scatenare una serie di misure contrattuali volte a proteggere gli interessi degli investitori.

Tra gli esempi di *covenant* finanziari vi sono il mantenimento di certi indicatori finanziari entro limiti prestabiliti, come il rapporto tra debito finanziario e attivo totale o tra margine operativo lordo e interessi su debiti bancari.

Per quanto riguarda i *covenant* non finanziari, questi possono includere la manutenzione della struttura proprietaria dell'azienda, restrizioni sulla distribuzione di dividendi, o il divieto di effettuare determinate acquisizioni o altre operazioni di finanza straordinaria come fusioni o scissioni.

È fondamentale che i *covenant* siano definiti in modo tale da basarsi su dati oggettivi, misurabili e inalterabili per prevenire contestazioni.⁴⁴

⁴³ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

⁴⁴ Fonti: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020 e 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

3.5 Le motivazioni del collocamento

L'utilizzo dei minibond come strumento di finanziamento sta diventando sempre più diffuso in Italia, evidenziando un incremento costante sia nel numero di aziende che li adottano sia nei titoli emessi, come riporta l'andamento delle quotazioni sull'ExtraMOT PRO.

Questa crescita si basa su diversi fattori, tra cui il forte incoraggiamento del governo italiano a favore delle PMI, che spesso incontra difficoltà nel reperire finanziamenti attraverso canali bancari tradizionali.

Le imprese italiane, infatti, tendono a dipendere eccessivamente dal finanziamento bancario, il che può esporle a rischi significativi, soprattutto in periodi di credit crunch.⁴⁵ Questa dipendenza può limitare la competitività e indurre un ciclo vizioso di restrizioni creditizie durante le recessioni economiche. In questo contesto, i minibond non solo offrono un'alternativa, ma si presentano come un complemento ai canali di finanziamento tradizionali, permettendo una maggiore diversificazione del debito e riducendo i rischi finanziari.

I minibond richiedono un rapporto indiretto con un'ampia gamma di investitori, che implica una maggiore necessità di trasparenza e di comunicazione da parte delle aziende, oltre alla presentazione di un piano di crescita convincente.

Visibilità e trasparenza sono essenziali perché maggiore è la quantità di informazioni disponibili agli investitori, maggiori sono le possibilità di ottenere finanziamenti (a condizione che ci sia alle spalle un progetto solido).⁴⁶

Le aziende, inoltre, optano per l'emissione di minibond per diversi motivi strategici, tra cui:

- Finanziare l'espansione interna per includere investimenti in ricerca e sviluppo, il lancio di nuovi prodotti o l'espansione in nuovi mercati, essenziale per il rafforzamento competitivo e l'innovazione continua.

⁴⁵ Situazione di mercato in cui il prestito di denaro diventa difficilmente accessibile per consumatori e imprese, a causa della riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche e delle istituzioni finanziarie.

⁴⁶ Zenit SGR, 2015. *Minibond: quali sono i vantaggi per gli emittenti?*

- Supportare la crescita esterna attraverso l'acquisizione di altre aziende o attività che possono complementare o espandere le operazioni esistenti.
- Ristrutturare il debito al fine di rivedere i piani finanziari per gestire o estinguere i debiti esistenti, inclusi quelli bancari, usando i fondi raccolti tramite i minibond per ottenere termini più favorevoli o ridurre il costo del debito.
- Finanziare il ciclo di cassa operativo per assicurare un adeguato equilibrio tra entrate e uscite, vitale per il mantenimento della liquidità e il sostegno continuo delle operazioni quotidiane.
- Finanziare progetti ESG, ciò implica impiegare i fondi per iniziative che migliorano gli indicatori di sostenibilità ambientale, sociale e di governance, rispondendo così anche alle crescenti aspettative di responsabilità sociale d'impresa.⁴⁷

3.6 I minibond ESG

L'acronimo ESG sta diventando sempre più noto nel settore finanziario e della sostenibilità e rappresenta tre concetti fondamentali: Ambientale (Environmental), Sociale (Social) e Governance.

Questi tre concetti rappresentano i pilastri fondamentali attraverso i quali si valuta, misura, monitora e promuove l'impegno sostenibile di un'azienda o di un'organizzazione.

Negli ultimi anni, è evidente che le entità sia pubbliche che private operanti nel mercato dei capitali, con un focus particolare sul settore italiano dei minibond, hanno rivisto e aggiornato le loro strategie gestionali e operative. Queste modifiche sono state apportate per promuovere l'uso dei minibond *green* e *ESG* da parte delle piccole e medie imprese (PMI) e delle grandi aziende. L'obiettivo è quello di promuovere questi strumenti come mezzo di finanziamento e stimolare gli investimenti in tali obbligazioni, facilitando la loro inclusione nei portafogli di banche e altre istituzioni finanziarie non bancarie, come i fondi di investimento obbligazionario.⁴⁸

Tra le diverse opzioni di obbligazioni sostenibili presenti sul mercato, troviamo i *green bond*, i *social bond* e i *sustainability-linked bond*. Questi strumenti sono specificamente

⁴⁷ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

⁴⁸ Fonte: Bellini, Mauro. "ESG: Cos'è, Criteri E Guida Agli Investimenti Sostenibili." 2021,

progettati per generare un impatto positivo in termini di sostenibilità, offrendo così un valore aggiunto sia dal punto di vista finanziario che ambientale e sociale.

I *green bond*, in particolare, sono titoli di debito creati per finanziare iniziative che apportano benefici all'ambiente, come l'installazione di infrastrutture per l'energia rinnovabile, progetti per migliorare l'efficienza energetica, investimenti volti a potenziare il riciclaggio o a sostenere l'economia circolare.

Sono inclusi nei *green bond* anche i progetti che propongono di diminuire le emissioni di gas serra o di adattarsi agli effetti del cambiamento climatico, coerentemente con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi del 2015⁴⁹. Questi ultimi sono oggetto di una categoria specifica di *green bond*, chiamati *transition bond*. I *green bond* possono essere utilizzati sia per finanziare nuovi piani di investimento sia per rifinanziare progetti esistenti che soddisfano determinati criteri di sostenibilità.

Accanto ai *green bond*, troviamo i *social bond*, destinati a finanziare progetti con un forte impatto sociale, i *sustainability bond*, che supportano progetti con un impatto più ampio su vari aspetti della sostenibilità, e i *sustainability-linked bond*. Questi ultimi includono meccanismi che collegano il rendimento del titolo al successo del progetto finanziato, offrendo all'emittente un vantaggio sotto forma di un tasso di interesse ridotto se vengono raggiunti specifici obiettivi prefissati.⁵⁰

Nella seguente *Figura 3.4* sono rappresentati i flussi di minibond *green* e minibond *sustainability linked* sul mercato italiano negli ultimi 6 anni.

Giancarlo Giudici, curatore dell'Osservatorio sui minibond spiega che *"Nel 2023 qualche piccolo record c'è stato: le emissioni Esg hanno raccolto 351 milioni di euro, il 32% dell'intera raccolta annua, e il 26% degli investimenti tracciati in minibond è arrivato da banche e fondi esteri, un valore mai raggiunto fino ad ora. I minibond Esg sono quelli emessi per finanziare progetti con impatto positivo sugli indicatori di sostenibilità: nel*

⁴⁹ L'Accordo di Parigi del 2015 è un trattato internazionale, firmato da 194 paesi e dall'UE, volto a combattere il cambiamento climatico, con l'obiettivo di limitare l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali, cercando di non superare 1,5°C. Gli stati firmatari si impegnano a ridurre le emissioni di gas serra e ad aumentare gli sforzi di adattamento agli effetti climatici.

⁵⁰ Fonte: "Cosa Sono I Green Bond - Borsa Italiana

2023 ci sono 16 green minibond e 21 sustainability-linked minibond, per un controvalore di 351,45 milioni e una quota di mercato del 32%.»⁵¹

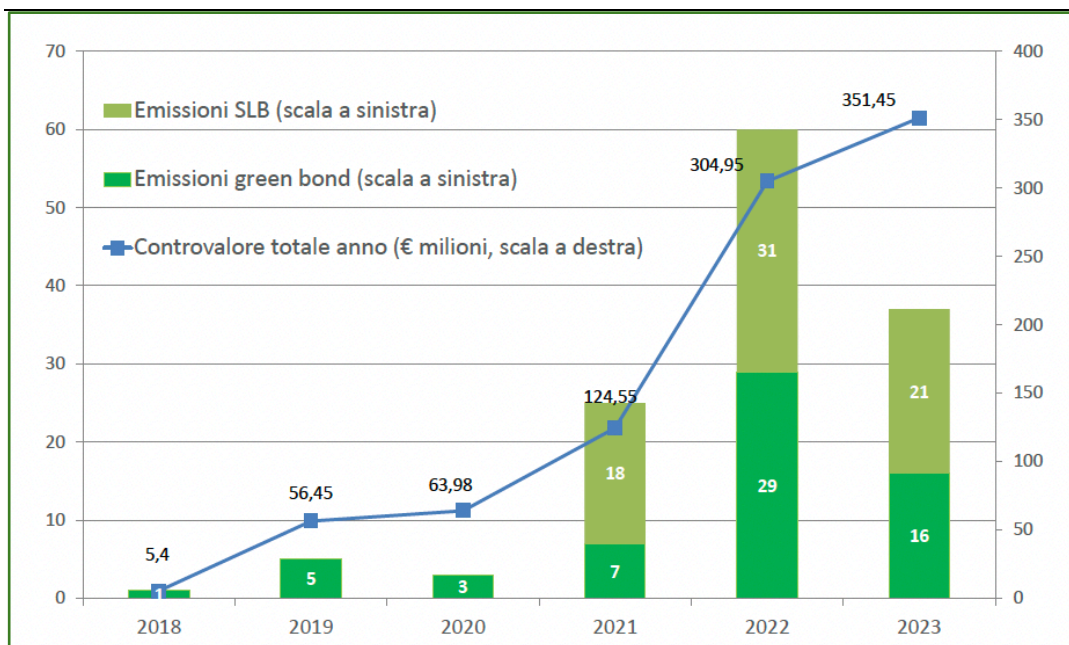


Figura 3.4 Il flusso di minibond green e sustainability linked (SLB) sul mercato italiano: numero e controvalore annuale in € milioni.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

Per garantire che i fondi raccolti tramite emissioni obbligazionarie siano effettivamente utilizzati per i progetti sostenibili previsti, evitando così il rischio di greenwashing,⁵² esistono nel mercato diverse pratiche consolidate e codici volontari di riferimento, come i principi dell'ICMA⁵³ (International Capital Market Association).

Questi principi sono specifici per ciascun tipo di bond menzionato e richiedono un chiaro processo di selezione degli investimenti con metriche adeguate. È essenziale segregare i fondi derivanti dalle emissioni obbligazionarie per assicurarsi che non vengano utilizzati per finanziare progetti non sostenibili. Inoltre, si raccomanda l'implementazione di

⁵¹ Fonte: L. Incorvati. "Minibond, brusco arresto nel 2023: raccolta -42%". Sole 24 Ore, sezione Finanza & Mercati, 2024.

⁵² Il greenwashing è una pratica ingannevole adottata da alcune aziende che consiste nel presentarsi come ambientalmente responsabili attraverso campagne di marketing e comunicazioni fuorvianti, senza che vi siano reali azioni o politiche sostenibili a sostegno di queste affermazioni. Questo comportamento mira a migliorare l'immagine pubblica dell'azienda e attrarre consumatori e investitori sensibili alle questioni ambientali.

⁵³ L'ICMA è un'associazione di auto-regolamentazione che rappresenta gli interessi del mercato dei capitali globali, promuovendo standard e pratiche per un mercato efficiente e sostenibile. Si impegna a migliorare il funzionamento dei mercati dei capitali internazionali attraverso regolamenti appropriati.

rendicontazioni periodiche e trasparenti sull'impatto dei progetti, validate da una parte indipendente esterna o tramite una certificazione riconosciuta o un audit di un'entità qualificata.

Per contrastare il greenwashing, l'Unione Europea ha introdotto il *Green Bond Standard* europeo (Regolamento 2023/2631, EuGB). Questo standard si allinea alle direttive della Tassonomia UE, che stabilisce i criteri base per definire la sostenibilità di un progetto o attività economica. Parallelamente, nel dicembre 2023, il Consiglio UE ha raggiunto un accordo per armonizzare le normative sui *rating ESG*, migliorando l'analisi e la trasparenza per le aziende che emettono tali obbligazioni, con particolare attenzione alle PMI che generalmente non sono obbligate a rendere pubblici i propri dati di sostenibilità. Vari studi hanno dimostrato che la diversità di metodologie e valutazioni soggettive possono generare confusione tra gli investitori.

Ad oggi, il *rating ESG* rappresenta un indicatore sempre più importante nel panorama finanziario attuale, fornendo una valutazione comprensiva di come un emittente, un titolo o un fondo si comportano in relazione alle tematiche ambientali, sociali e di governance. Questa valutazione è curata da agenzie specializzate che operano parallelamente alle tradizionali valutazioni di credito finanziario.

Le metodologie impiegate per calcolare il *rating ESG* combinano dati quantitativi, che possono includere indicatori misurabili delle prestazioni aziendali, con elementi qualitativi, ottenuti attraverso questionari dettagliati e l'analisi di documentazione pubblica. Questo approccio misto consente di ottenere un quadro più accurato e completo della posizione di un'entità rispetto agli standard ESG.

Oltre alle agenzie di rating tradizionali, come Standard & Poor's e Moody's, che si sono adeguate alle nuove esigenze del mercato includendo valutazioni ESG nei loro servizi, vi sono anche nuovi protagonisti in questo settore. In particolare, diverse startup e aziende fintech stanno emergendo, portando innovazione e nuove prospettive nel processo di rating ESG. Questo ampliamento dell'offerta di valutazioni contribuisce a elevare gli standard di sostenibilità nel mondo degli investimenti, rendendo tali valutazioni uno

strumento indispensabile per gli investitori attenti alle implicazioni ambientali e sociali dei loro investimenti.⁵⁴

Nel 2017, Borsa Italiana ha inaugurato un nuovo segmento dedicato esclusivamente ai *green bond* e ai bond sostenibili all'interno delle sue piattaforme obbligazionarie. Questa mossa ha significativamente stimolato interesse e investimenti in questi strumenti finanziari, generando un notevole aumento nella loro emissione.

A partire dal 2023, l'Unione Europea ha introdotto specifici criteri che i progetti finanziati tramite *green bond* devono soddisfare per essere considerati conformi. Questi progetti devono avere un impatto diretto e significativo in uno dei sei ambiti definiti dalla Tassonomia UE. Tra questi, si includono la mitigazione dei cambiamenti climatici e la transizione verso un'economia più verde e circolare. Questi requisiti sono stati stabiliti per garantire che i fondi raccolti attraverso l'emissione di *green bond* siano effettivamente utilizzati per promuovere un cambiamento positivo e tangibile nell'ambiente e nella società, rafforzando il legame tra finanza e sostenibilità ambientale.⁵⁵

Uno studio recente del Fondo Europeo per gli Investimenti, denominato “*EIF Private Debt Survey 2021: ESG considerations in the lending strategy of private debt funds*”, ha evidenziato che il 13% dei fondi di credito europei intervistati pone i criteri ESG tra i principali fattori di valutazione degli investimenti, con il 75% che ha integrato considerazioni di sostenibilità nelle scelte di tutti gli investimenti nel loro portafoglio. Inoltre, nel 2022 in Italia sono stati lanciati progetti innovativi di *basket bond* con un focus sugli aspetti ESG, tra cui il *Basket Bond* Energia Sostenibile supportato da Eni, ELITE e Illimity Bank, il *Basket Bond* ESG di CDP e Unicredit, oltre ai Property Investments Bond del programma VITA Superbonus del fondo di private equity LBO France.⁵⁶

⁵⁴ Fonti: CA. “Minibond E Green Minibond.” *Costanzo E Associati*, 2023, e M. Lahoz. “Minibond Record: Nel 2022 Triplicano I Titoli ESG, 18% Della Raccolta Totale.” *ESG News*, 2023,

⁵⁵ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

⁵⁶ Fonte: D. D’Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020

4. Gli attori della filiera

Le PMI che decidono di finanziarsi attraverso il mercato regolamentato del debito, necessitano di specifiche professionalità in ambito legale, amministrativo e finanziario.

L'emissione di minibond richiede l'intervento di vari attori.

Tra questi figurano professionisti ed entità specializzate che collaborano e partecipano attivamente al processo, affinché tutto proceda secondo le normative e le procedure stabilite.

4.1 Consulenti finanziari: Advisor

I primi attori organizzativi della filiera sono i cosiddetti consulenti finanziari, definiti come *Advisor*.

La figura dell'Advisor interviene nel momento in cui un'azienda valuta la possibilità di emettere e collocare minibond sul mercato.

È necessaria per svolgere una serie di attività propedeutiche ai fini dell'emissione obbligazionaria, per ottenere consulenze specifiche, di natura finanziaria e legale.

La sua funzione professionale è supportare l'impresa emittente nella definizione delle strategie chiave, nell'organizzazione dell'emissione dei titoli e gestione dei rapporti con altri soggetti, tra cui la conformità normativa e la quotazione in Borsa.

Il primo passo è predisporre la documentazione tecnica e un'analisi di fattibilità insieme al *business plan*, il quale è necessario per attuare una valutazione dei costi e benefici dell'operazione, inclusa la ricerca di possibili fonti di finanziamento e la considerazione delle esigenze aziendali. In tale documento, sono illustrati gli obiettivi di investimento futuri e un rendiconto finanziario prospettico per verificare la sostenibilità dell'operazione. Al suo interno, sono stimati i flussi di cassa relativi al periodo dell'emissione obbligazionaria, che quantificano il fabbisogno finanziario e la capacità dell'emittente di generare flussi di cassa idonei al rimborso del minibond.

Il lavoro dell'Advisor è essenziale per la strutturazione e la trasmissione delle informazioni richieste dagli investitori, ed è ancora più rilevante nei casi in cui l'azienda pone la valutazione del proprio profilo di rischio da un'agenzia di *rating*, accreditata presso la CONSOB o l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), al fine di esprimere un giudizio qualificato sul merito di credito.

Un elemento cruciale nel processo di emissione dei minibond è la presentazione dell'azienda agli investitori potenziali, mettendo in luce la crescita storica, la redditività e la struttura finanziaria attuale.

Il rapporto contrattuale che generalmente lega l'advisor con l'emittente prevede un *fee* fisso (*retainer fee*) e una *success fee* nel caso di delibera di sottoscrizione del minibond.⁵⁷

4.2 I consulenti legali

Oltre ad avvalersi di consulenti finanziari o *advisor*, le imprese emittenti minibond, si servono anche dell'aiuto e supporto dei consulenti legali.

Questi ultimi svolgono un compito rilevante, in quanto sono responsabili di assicurare che le leggi vigenti siano rispettate e che le procedure adottate siano corrette.

Si assicurano che i contratti stipulati tra le varie parti siano implementati correttamente, compreso il Regolamento del prestito, verificando le clausole stabilite e la documentazione utile per la quotazione in Borsa.

Il compito principale dei consulenti legali è trovare le strategie più efficaci per proteggere gli interessi degli investitori e salvaguardare l'azienda emittente da eventuali reclami giustificabili.

Gli studi legali possono, inoltre, su richiesta di un investitore, svolgere una *due diligence* legale con l'obiettivo di valutare le situazioni della società emittente e individuarne eventuali criticità.⁵⁹

4.3 Gli arranger

Accanto ai consulenti finanziari e legali, un ulteriore ruolo è esercitato dagli *arranger*.

In finanza la figura dell'arranger ha il compito di coordinare e gestire un'operazione di finanziamento complessa, con il ruolo da consulente delle PMI emittenti e intermediario

⁵⁷ Fonte: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020 e CA. "Minibond E Green Minibond." *Costanzo E Associati*, 2023.

⁵⁸ La Due Diligence è un'attività di natura professionale il cui scopo è quello di raccogliere informazioni riguardo un particolare soggetto giuridico

⁵⁹ Fonte: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020 e CA. "Minibond E Green Minibond." *Costanzo E Associati*, 2023.

tra i rapporti con gli investitori professionali e Borsa Italiana per il collocamento del prestito obbligazionario.

In Italia, questo ruolo è svolto da SGR, SICAV e istituti bancari specializzati che hanno ampliato i loro servizi per permettere l'approvvigionamento di risorse dal mercato e non dal tradizionale canale bancario.

Questa figura riveste un ruolo cruciale e le sue responsabilità possono variare ampiamente, infatti, i confini tra le funzioni di un advisor e quelle di un arranger possono risultare sfumati.

L'arranger una volta supervisionate le informazioni fornite dall'azienda e rielaborate dagli advisor, esplica il suo lavoro nelle fasi di costruzione dello strumento obbligazionario e il suo collocamento tra gli investitori target.

Si adopera per far misurare il merito di credito della società emittente, ed effettua uno studio del mercato potenziale dell'impresa avvalendosi del business plan, considerando i flussi finanziari delle attività commerciali e la solidità finanziaria e patrimoniale attuale e futura.

In base al feedback ricevuto, l'arranger collaborerà con l'azienda emittente per stabilire i dettagli del minibond, in particolare per quanto riguarda l'importo massimo, la durata, il tasso di interesse della cedola e il piano di ammortamento, la eventuale presenza di covenants, opzioni e garanzie accessorie per favorire il rendimento previsto per gli investitori.

L'arranger, presenta l'azienda in modo trasparente e palesa l'attività di due diligence volta a rafforzare la credibilità e la reputazione dell'impresa emittente.⁶⁰

4.4 Le società di rating

Nella filiera degli attori organizzativi coinvolti nel procedimento di emissione di minibond, rientrano anche le società di *rating*.

⁶⁰ Fonti: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020 e CA. "Minibond E Green Minibond." *Costanzo E Associati*, 2023.

L'emissione di minibond richiede che le imprese divulghino informazioni dettagliate, ai potenziali investitori, sulla situazione finanziaria, le necessità di capitale e le prospettive di sviluppo del business.

La disponibilità di un rating che sintetizzi l'affidabilità dell'impresa garantisce trasparenza al mercato e contribuisce significativamente al successo dell'emissione del debito obbligazionario.

La disciplina normativa non impone alcun obbligo di attribuzione di un rating ai minibond per il loro collocamento; tuttavia, molte aziende hanno scelto di farlo per fornire al mercato un'indicazione aggiuntiva della loro affidabilità.

I gestori di fondi di debito privato spesso esigono un rating indipendente prima di finalizzare un investimento, o possono decidere di valutare il credito internamente con propri sistemi di scoring.

All'interno dell'Unione Europea, solo le agenzie di rating riconosciute e registrate presso l'ESMA hanno l'autorizzazione a emettere rating.

Tali valutazioni possono essere rese note al pubblico, *disclosed*, o rimanere confidenziali, *undisclosed*. Il rating pubblico è tipico dei collocamenti effettuati da grandi aziende o per collocamenti di grandi dimensioni. Il *rating* rimane privato, invece, solitamente quando l'emissione è effettuata da PMI che riescono a instaurare un rapporto diretto e veritiero con gli investitori.

Relativamente al mercato di mini-bond tra le agenzie di *rating* troviamo:

- Cerved Rating Agency;⁶¹
- Modefinance;⁶²
- CRIF Rating Agency.⁶³⁶⁴

⁶¹ Cerved Rating Agency è l'agenzia di rating italiana specializzata nella valutazione del merito di credito di imprese italiane non finanziarie e delle emissioni di titoli di debito.

⁶² Modefinance è un'agenzia di rating ufficiale specializzata nella valutazione del rischio di credito delle aziende e banche.

⁶³ CRIF Rating Agency, società del Gruppo CRIF, è un'agenzia di rating del credito autorizzata ad assegnare rating a imprese non finanziarie residenti nell'Unione Europea.

⁶⁴ Fonti: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020 e 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

4.5 Gli investitori

La sottoscrizione di minibond è concessa agli investitori professionali, ossia coloro che hanno l'esperienza e le conoscenze specifiche per comprendere e gestire i rischi associati a questo tipo di investimento.

Nel caso delle Società per Azioni la normativa non impedisce alle persone fisiche di investire nei minibond.

Per le Società a responsabilità limitata, invece, fino ad ora, l'investimento è stato permesso solo agli investitori vigilati, i quali rispondono in solido dell'obbligazione qualora essa dovesse essere poi ceduta ad altri investitori.⁶⁵

Con il nuovo intervento normativo contenuto nella Legge 'Capitali', entrata in vigore il 27 marzo 2024 è, ora, possibile la sottoscrizione e circolazione fra tutti gli investitori professionali qualora i titoli siano destinati a circolare solo fra tali categorie di investitori, per cui non sussisterà più l'obbligo di interposizione, con finalità di garanzia della solvibilità, da parte dell'investitore originario.⁶⁶

Ad oggi, i principali sottoscrittori di minibond sono gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, ovvero, enti di investimento collettivi come fondi aperti e chiusi, fondi pensione, banche, compagnie di assicurazione, SIM⁶⁷, enti previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni.

Inoltre, le piattaforme di crowdfunding autorizzate possono vendere minibond.

Fino al 2023, solo tre piattaforme hanno utilizzato questa possibilità e sono *Fundera.it*, *Crowdfundme.it* e *Opstart.it (Crowdbond)*⁶⁸

Portale	2021	2022	2023	Totale triennio
Fundera.it	25 (€ 14.700.000)	31 (€ 30.150.000)	17 (€ 20.000.000)	73 (€ 64.850.000)
Crowdfundme.it	3 (€ 2.730.000)	2 (€ 2.135.000)	-	5 (€ 4.865.000)
Opstart.it (Crowdbond)	3 (€ 5.115.000)	8 (€ 5.380.000)	3 (€ 2.170.000)	14 (€ 12.665.000)
TOTALE	31 (€ 22.545.000)	41 (€ 37.665.000)	20 (€ 22.170.000)	92 (€ 82.380.000)

Tabella 4.1 Minibond collocati dai portali autorizzati di equity crowdfunding.
Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

⁶⁵ Fonte: D. D'Arcangelo, A. Paletta, Minibond, 06/2020

⁶⁶ Fonte: D.L. 2024 'Capitali';

⁶⁷ SIM (Società di Intermediazione Mobiliare) iscritte in un apposito album tenuto dalla Consob, svolgono servizi professionali di investimento nei confronti del pubblico.

⁶⁸ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

Nella *Figura 4.1* sono riportati i dati relativi agli investitori di minibond nel 2023.

L'analisi riportata nel 10° Report italiano sui Minibond 2024 denota che in primis emerge il ruolo delle banche italiane, le quali guidano la classifica in cima.

I fondi di debito privato italiani rappresentano una presenza solida con una quota del 22% e si evidenzia anche un interesse da parte di banche e fondi stranieri, al 26%.

Il settore dell'*asset e wealth management* sostiene il 7%, mentre Cassa Depositi e Prestiti si attesta al 13%. Infine, il quadro si completa con le finanziarie regionali, che seppur non tutte attive in questo ambito, detengono il 2%, e altri piccoli investitori che occupano la quota restante del 2%.⁶⁹

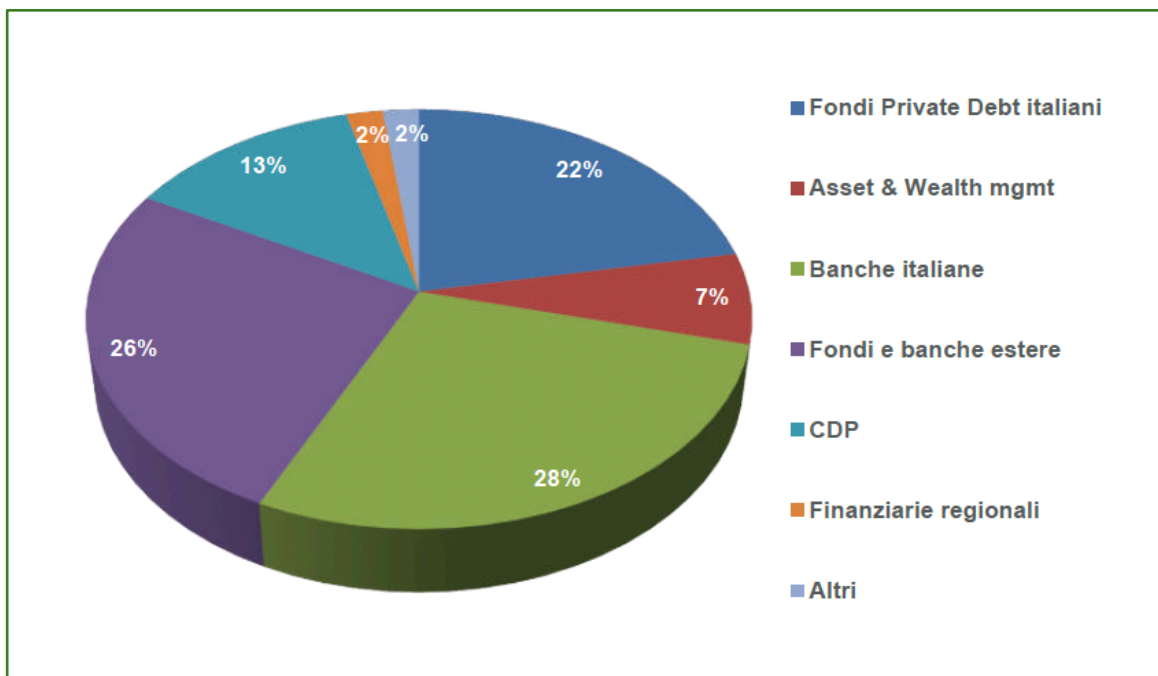


Figura 4.1 Grafico degli investitori di minibond nel 2023. Copertura del campione: 80% del valore emesso sul mercato.

Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

4.6 Le banche agenti e le banche depositarie

Un ruolo importante all'interno del processo di emissione e gestione dei minibond, è svolto dalle banche agenti e dalle banche depositarie, le quali offrono supporto tecnico e legale sia all'emittente sia agli investitori.

Le banche agenti assistono le imprese emittenti nelle pratiche relative alla dematerializzazione dei titoli e all'attribuzione del codice ISIN⁷⁰. Un processo standard

⁶⁹ Fonte: 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

⁷⁰ Il codice ISIN è un codice internazionale che identifica univocamente gli strumenti finanziari.

che molte PMI preferiscono delegare in outsourcing, a specialisti esterni, spesso parte di gruppi bancari, per ridurre costi e accelerare l'entrata sul mercato.

Un altro servizio cruciale fornito dall'ente bancario è quello di “banca pagatrice”, incaricata di gestire i pagamenti degli interessi e del capitale agli investitori, lavorando in coordinamento con Monte Titoli.

Le banche depositarie hanno invece il compito di custodire i titoli, una volta che gli stessi sono dematerializzati e tenuti presso Monte Titoli.

In aggiunta, il Rappresentante Comune e il Security Agent agiscono come difensori degli interessi degli investitori, assicurandosi che l'emittente rispetti gli impegni presi e gestendo le garanzie collegate.

I principali attori nel mercato dei minibond italiani includono istituzioni come *Banca Finint*, *BNP Paribas Securities Services*, *Deutsche Bank*, *Gardant*, *Bank of New York Mellon* e *Loan Agency Services*.⁷¹

⁷¹ Fonti: “Minibond E Green Minibond.” *Costanzo E Associati*, 2023; e 10° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2024)

Conclusione

Questa tesi esplora il crescente impatto dei minibond ed in particolare dei minibond ESG nel panorama finanziario italiano, evidenziando come questi strumenti finanziari innovativi stiano trasformando le modalità di accesso al capitale per le piccole e medie imprese (PMI). Con un'indagine approfondita sulle normative vigenti, sulle caratteristiche distintive delle aziende emittenti e sulle complesse dinamiche di emissione, questo studio mette in luce le numerose sfide e le significative opportunità che definiscono l'attuale mercato dei minibond.

In particolare, i dati presenti nella tesi mostrano una contrazione nelle emissioni di minibond nel 2023, con un calo significativo dei volumi di raccolta ritornati ai livelli della pandemia. Questa flessione è stata influenzata dal generale aumento dei tassi di interesse che ha reso i costi di finanziamento meno attraenti.

Nonostante il mutato scenario macroeconomico, nel 2023 c'è stata una importante crescita dei minibond ESG, che hanno rappresentato il 32% dell'intera emissione dell'anno. Questo dimostra un interesse verso investimenti sostenibili e responsabili, sottolineando l'impegno del mercato nei confronti della sostenibilità ambientale e sociale. Dal panorama normativo emerge un rinnovato quadro di riferimento grazie all'introduzione di legislazioni rivoluzionarie come il Regolamento UE ECSP sul crowdfunding e le recenti novità del Disegno di Legge 'Capitali' che aprono scenari che potenziano l'attrattività e l'accessibilità dei minibond.

È ormai evidente il notevole interesse da parte di investitori internazionali nei confronti dei minibond italiani, con un significativo 26% degli investimenti proveniente da banche e fondi esteri nel 2023. Questo dato, il più alto registrato negli ultimi anni, riflette il crescente interesse di questi strumenti finanziari nel mercato dei capitali.

In conclusione, i minibond, specialmente quelli focalizzati sugli aspetti ESG, rappresentano una fonte finanziaria essenziale per il sostegno e lo sviluppo delle PMI italiane. I minibond ESG offrono alle aziende un modo di accedere a finanziamenti direttamente collegati alla realizzazione di obiettivi ESG specifici, fornendo un incentivo finanziario tangibile per l'adozione e l'implementazione di pratiche sostenibili. I *basket bond* ESG possono essere strutturati in modo da includere obiettivi specifici relativi all'ambiente, alla responsabilità sociale e alla governance aziendale. Gli investitori interessati a sostenere tali obiettivi possono quindi acquistare questi bond, fornendo alle

aziende i finanziamenti necessari per realizzare progetti sostenibili. Questo approccio crea un circolo virtuoso in cui le aziende che dimostrano un impegno ESG chiaro e misurabile sono ricompensate con un accesso al credito più agevole e a condizioni più favorevoli. L'interesse crescente per le iniziative ambientali, sociali e di governance, insieme alle innovazioni normative, destina ai minibond un ruolo centrale nel futuro panorama finanziario dell'Italia. Questi strumenti si rivelano quindi indispensabili per promuovere una crescita economica sostenibile e progressiva.

Bibliografia e sitografia

- AIDA-BVD. “Aida.” *Login.bvdinfo.com*, 2023, login.bvdinfo.com/R0/AidaNeo.
- Banca D'Italia. “Banca d'Italia - Mercato Finanziario.” *Wwww.bancaditalia.it*, 2023, www.bancaditalia.it/pubblicazioni/mercatofinanziario/index.html?dotcache=refresh.
- Bellini, Mauro. “ESG: Cos'è, Criteri E Guida Agli Investimenti Sostenibili.” *ESG360*, 30 Jan. 2021, www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/.
- Bolsas y Mercados Espanoles. “Bolsas Y Mercados Españoles.” *Bolsasymercados.es*, 2020, www.bolsasymercados.es/esp/Home.
- Borsa Italiana. “Cosa Sono I Green Bond - Borsa Italiana.” *Wwww.borsaitaliana.it*, 2015, www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm.
- Borsa Italiana “Segmento ESG - Borsa Italiana.” *Wwww.borsaitaliana.it*, www.borsaitaliana.it/obbligazioni/greenbonds/socialbonds.htm.
- Borsa Italiana, and Borsa Italiana. “Rating: Significato E Funzionamento Delle Agenzie Di Rating - Borsa Italiana.” *Wwww.borsaitaliana.it*, May 2019, www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm.
- CA. “Minibond E Green Minibond.” *Costanzo E Associati*, 17 July 2023, www.costanzoeassociati.it/articoli-finanza-economia-diritto/minibond-e-green-minibond-innovazioni-finanziarie-speciali/#:~:text=Nella%20fase%20di%20emissione%20di.

- Cassa Depositi e Prestiti. “Basket Bond.” *Cassa Depositi E Prestiti*, www.cdp.it/sitointernet/page/it/basket_bond?contentId=PRD4570
- Cassa Depositi e Prestiti, and Cassa Depositi e Prestiti. *Minibond E Basket Bond per La Ripresa Economica Delle Piccole E Medie Imprese Italiane*. 2021.
- Cerved. “Rapporto PMI 2023 Osservitalia: Il Ruolo Del Public Procurement.” *Cerved Research*, 2023, research.cerved.com/rapporti/rapporto-pmi-2023-osservitalia-il-ruolo-del-public-procurement/.
- Cura Di, A, et al. *I Quaderni Dell'impresa Mini-Bond. Istruzioni per l'Uso I Mini-Bond Istruzioni per l'Uso Nuova Edizione*.
- Davide D'Arcangelo, and Angelo Paletta. *Minibond. Aziende Private E Pubbliche Possono Approvvigionarsi Di Liquidità a Debito Emettendo Titoli Obbligazionari Da Quotare in Borsa Italiana Come Soluzione Complementare al Tradizionale Debito Bancario Nel Post-Coronavirus*. Management & Finanza Etica, 2020.
- Euronext. “Euronext Homepage | Euronext.com.” *Euronext.com*, 2019, www.euronext.com/en.
- Finera. “Minibond [Guida 2023]: Cosa Sono E Come Funzionano Le Obbligazioni Delle PMI.” *Finera*, 5 Mar. 2024, finera.it/articoli/finanza-straordinaria/minibond-guida-cosa-sono-come-funzionano/.

- Gazzetta Ufficiale. “Gazzetta Ufficiale.” *W*www.gazzettaufficiale.it, 2012, www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/08/11/12A08941/sg.
- Gazzetta Ufficiale. “Gazzetta Ufficiale.” *W*www.gazzettaufficiale.it, 2024, www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2024/03/12/24G00041/sg
- Gazzetta Ufficiale. “Gazzetta Ufficiale.” *W*www.gazzettaufficiale.it, 2013, www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2013/12/23/13G00189/sg.
- Gazzetta Ufficiale, and Gazzetta Ufficiale. “Gazzetta Ufficiale.” *W*www.gazzettaufficiale.it, 2014, www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/06/24/14G00105/sg.
- Gazzetta Ufficiale, and Gazzetta Ufficiale. “Gazzetta Ufficiale.” *W*www.gazzettaufficiale.it, 2014, www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2013/12/23/13G00189/sg.
- Gazzetta Ufficiale, “Gazzetta Ufficiale.” *W*www.gazzettaufficiale.it, 2012, www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2012-12-18&atto.codiceRedazionale=12A13277.
- Incorvati, Lucilla. “Minibond, Brusco Arresto Nel 2023: Raccolta -42%.” *Sole 24 Ore*, vol. Finanza & Mercati, 2024.
- Institutional Money. “Institutional Money.” *W*www.institutional-money.com, www.institutional-money.com/consent/?url=/.

- London Stock Exchange. “Market Data.” *W*ww.lseg.com, www.londonstockexchange.com/market-data/bonds.
- M.Lahoz. “Minibond Record: Nel 2022 Triplicano I Titoli ESG, 18% Della Raccolta Totale.” *ESG News*, 8 Mar. 2023, esgnews.it/governance/minibond-record-nel-2022-triplicano-i-titoli-esg-il-18-e-esg/#Minibond_ESG.
- Nota, Del, and Andrea Sironi. *Il Finanziamento Delle PMI Tramite Il Mercato Dei Capitali. Il Ruolo Di Borsa Italiana*. 2018.
- Oslo Bors. “Oslo Euronext.com.” *W*ww.euronext.com www.euronext.com/en/markets/oslo
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation. “10° Report Italiano Sui Minibond.” *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, 22 Mar. 2024, www.osservatoriefi.it/efi/download/10-report-italiano-sui-minibond/.
- Ricci, Noemi. “Accesso al Credito: Guida Ai Minibond.” *PMI.it*, 2 May 2022, www.pmi.it/economia/finanziamenti/111477/minibond-come-funzionano.html.
- Safinance. “Minibond: Cosa Sono E Come Funzionano.” *SA Finance*, www.safinance.it/mediazione-creditizia/reperimento-credito-alle-imprese/minibond/.
- SDA Bocconi School of Management. “Il Trade-off Costo-Rendimento Nel Mercato Dei Mini Bond | SDA Bocconi.” *W*ww.youtube.com, 2014, www.youtube.com/watch?v=SM_KBRQ_D4g.

- Studio Legale, Vocati. ““MINIBOND”: Caratteristiche Essenziali E Punti Di Vantaggio per Le PMI.” *Vocati*, 14 Dec. 2020, [vocati.it/minibond-caratteristiche-essenziali-e-punti-di-vantaggio-per-le-pmi/](https://www.vocati.it/minibond-caratteristiche-essenziali-e-punti-di-vantaggio-per-le-pmi/)

- Team, zenitonline. “Minibond: Quali Sono I Vantaggi per Gli Emittenti? – Zenit SGR.” *Zenit SGR*, 12 Oct. 2015, www.zenitsgr.it/minibond-quali-sono-i-vantaggi-per-gli-emittenti/

- Wiener Börse. “Bonds • Overview & Search.” *Wiener Börse AG*, www.wienerborse.at/en/bonds/