

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

# OSSERVATORIO MONETARIO

## 3/2014

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1  
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – Tel. 62.755.1  
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625





**Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa**

**Università Cattolica del Sacro Cuore**

**LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA**

**OSSERVATORIO MONETARIO**

**n. 3/2014**

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Fiorenzo Di Pasquali (cap. 1), Paola Rossi (cap. 2), Alberto Banfi e Francesca Pampurini (cap. 3), Simonetta Acri e Edoardo Li Castri (cap. 4), Giuliana Borello (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Alberto Banfi e Marco Lossani . Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 25 novembre 2014.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; [lab.monetario@unicatt.it](mailto:lab.monetario@unicatt.it); [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI  
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



## INDICE

<b>SINTESI</b>	pag. I
<b>INTRODUZIONE</b>	pag. 1
<b>1. RECENTI INNOVAZIONI NELL'OPERATIVITA' DELLE BANCHE CENTRALI A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA REALE</b>	pag. 3
1. La <i>forward guidance</i> e la finalizzazione delle operazioni di politica monetaria	3
2. Le operazioni "mirate" nell'azione della Federal Reserve di internazionalizzazione e mercati di destinazione	5
3. Le operazioni "mirate" nell'azione della Bank of England	7
4. Le novità nell'azione della Banca Centrale Europea	9
5. Conclusioni	21
<b>2. IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE DURANTE LE DUE CRISI FINANZIARIE</b>	23
1. Un economia di piccole imprese	23
2. Le due crisi finanziarie	24
3. La struttura finanziaria delle imprese risulta fragile...	27
4. ... ma qualche cosa si sta muovendo	31
<b>3. I MINIBOND PER IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: ASPETTI TECNICI E EVOLUZIONE DEL MERCATO ITALIANO</b>	35
1. Le innovazioni nel contesto normativo	36
2. L'emissione e la negoziazione dei minibond	40
3. Analisi delle emissioni quotate sul mercato ExtraMot Pro	43
4. Le analoghe esperienze Europee: un confronto	52
5. Conclusioni	53
<b>4. L'ESPERIENZA DI SACE A SUPPORTO DEL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE</b>	55
1. L'evoluzione del ruolo di SACE a supporto delle imprese	55
2. Le successive estensioni dell'operatività a sostegno delle imprese	58
3. Dall'"effetto volano" alla trasformazione della struttura del debito delle imprese	61
4. La valutazione dei rischi: il passaggio dalle operazioni di portafoglio al supporto alle piccole e medie imprese	63
5. Le lezioni imparate e l'impatto sull'operatività di SACE	64
6. Nuovi recenti sviluppi	66
Appendice	67



<b>5. IL FINANCIAL CROWDFUNDING: UNO STRUMENTO ALTERNATIVO DI FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE</b>	<b>71</b>
1. Nascita ed evoluzione del <i>crowdfunding</i>	71
2. Il Crowdfunding in Europa	74
3. L'esperienza italiana del <i>crowdfunding</i>	76
4. Conclusioni	81

### 3. I MINIBOND PER IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: ASPETTI TECNICI E EVOLUZIONE DEL MERCATO ITALIANO<sup>♦</sup>

#### Introduzione

In Italia, come nella maggior parte dei sistemi bancocentrici, le banche hanno svolto – e continueranno a svolgere – un ruolo fondamentale nel processo di finanziamento dell'economia reale. La loro propensione a svolgere quasi essenzialmente attività di intermediazione tradizionale ha consentito al nostro sistema bancario di reggere l'urto delle fasi iniziali di una crisi scoppiata sui mercati esteri fortemente permeati da prodotti finanziari speculativi. Tuttavia, il perdurare della recessione unito alle conseguenze della crisi del debito sovrano hanno avuto ricadute fortemente negative anche sul sistema bancario.

**FIG.1 - I prestiti bancari alle imprese (tasso variazione tendenziale)**



Fonte: Banca d'Italia

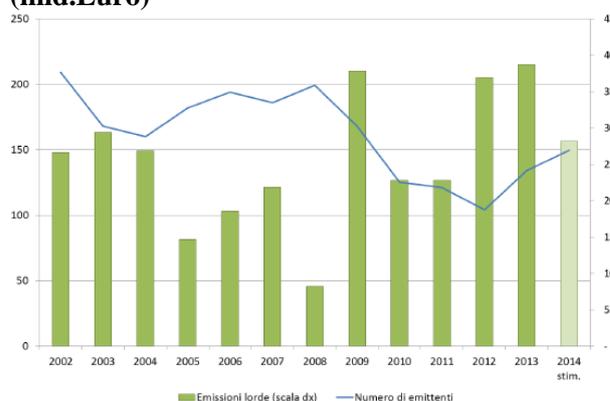
Come mostra la FIG. 1 il credito complessivo all'economia italiana è in tendenziale diminuzione dal 2007 (sia per una calo della domanda che per una riduzione dell'offerta). In un contesto di persistente incertezza circa i tempi e l'intensità

<sup>♦</sup> A cura di Alberto Banfi e Francesca Pampurini.

Gli autori ringraziano Valerio Bacuzzi per la messa a disposizione di alcune statistiche e informazioni sulle emissioni di minibond.

della ripresa, le imprese hanno ridotto la domanda di credito. Quelle di maggiore dimensione hanno accresciuto il ricorso al mercato obbligazionario tanto che nel 2013 i collocamenti di titoli da parte di emittenti italiani sono stati quasi il doppio rispetto a quelli degli anni precedenti la crisi (FIG. 2).

**FIG. 2 - Accesso al mercato obbligazionario (mld.Euro)**



Fonte: Banca d'Italia

Le restrizioni all'offerta di credito colpiscono in misura maggiore le imprese piccole e medie, generalmente più rischiose e ora particolarmente indebolite dalla recessione. In questo quadro, preoccupa la difficoltà nel reperire finanziamenti da parte di aziende dotate di favorevoli opportunità di crescita ma prive di accesso diretto al mercato dei capitali<sup>1</sup>.

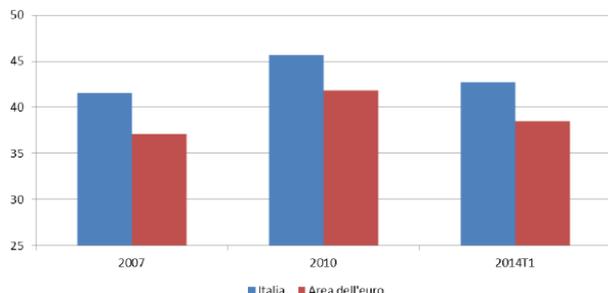
Il principale ostacolo all'offerta di finanziamenti è costituito dall'elevato rischio di credito solo parzialmente compensato dalla concessioni di garanzie pubbliche.

L'elevato indebitamento e la forte dipendenza dal credito bancario hanno favorito la sottocapitalizzazione delle imprese italiane, storicamente caratterizzate da alti livelli di debito e scarso capitale proprio se confrontate con le economie occidentali più sviluppate (FIGG. 3 e 4).

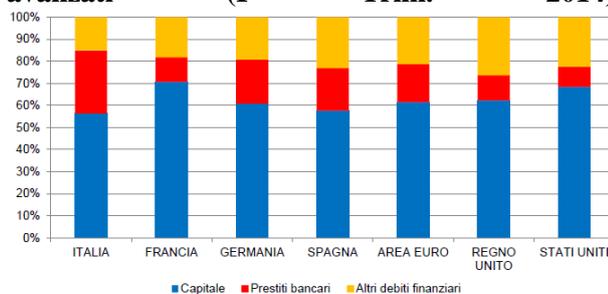
<sup>1</sup> Cfr. Banca d'Italia, Relazione sul 2013. Considerazioni finali del Governatore.



**FIG. 3 – Grado di leverage: raffronto Italia e Area Euro**



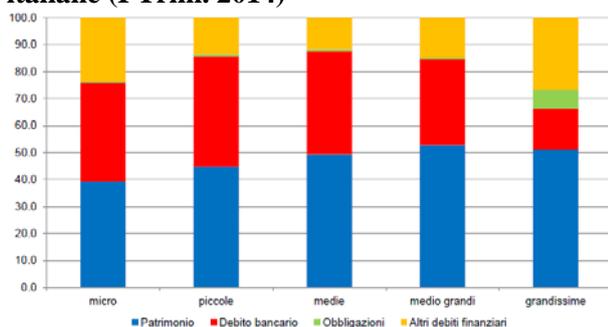
**FIG. 4 - Composizione del passivo delle imprese: raffronto Italia e principali paesi avanzati (I Trim. 2014)**



Fonte: Banca d'Italia

Lo sbilanciamento della struttura finanziaria delle imprese italiane verso il debito bancario risulta ancor più grave nel caso delle piccole e medie imprese (FIG. 5) che rappresentano la quasi totalità del tessuto produttivo del nostro paese.

**FIG.5 - Composizione del passivo delle PMI italiane (I Trim. 2014)**



Fonte: Banca d'Italia

Per far fronte a tale situazione i governi che si sono succeduti nell'ultimo biennio hanno varato una serie di riforme strutturali volte a rilanciare la crescita e agevolare il reperimento di capitale di rischio al fine di incoraggiare gli imprenditori a impegnare risorse proprie.

Tra i principali interventi del governo a favore delle piccole e medie imprese rientra la promozione dei minibond, ossia i titoli di debito emessi da società che non hanno azioni quotate su mercati regolamentati.

### 1. Le innovazioni nel contesto normativo

Nel 2012 il governo italiano ha dato avvio ad un programma di interventi a sostegno delle imprese italiane con un duplice obiettivo: incentivare l'impresa a ridurre la tradizionale dipendenza dal credito bancario a favore di una maggior diversificazione delle fonti di finanziamento e un maggior ricorso al mercato; contribuire all'ampliamento del mercato di strumenti finanziari offrendo nuove opportunità di investimento nel segmento corporate.

Le principali novità sono riconducibili ad una serie di interventi legislativi che hanno modificato il quadro normativo relativo all'emissione di titoli di debito da parte delle imprese non quotate e di minori dimensioni. Gli strumenti di finanziamento emessi sulla base di tali disposizioni vengono comunemente definiti minibond.

I minibond rappresentano dei titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società non quotate nei mercati regolamentati (società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici) che godono del regime civilistico e fiscale più favorevole, che fino al 2012 era riservato alle sole società quotate<sup>2</sup>. Le principali novità sono riconducibili non tanto alle caratteristiche morfologiche di questi strumenti, quanto piuttosto

<sup>2</sup> Cfr. Broccardo, Erzegovesi, 2014.



al contesto regolamentare di riferimento<sup>3</sup>. Le novità regolamentari introdotte sono principalmente finalizzate a dare un impulso alla ripresa del tessuto imprenditoriale italiano e pertanto presentano un focus specifico con riferimento sia ai destinatari della disciplina, sia agli strumenti finanziari oggetto di innovazione. Ciò in quanto in questi anni di crisi le imprese di maggiori dimensioni sono state le uniche che hanno potuto aumentare il ricorso al mercato diminuendo il debito bancario, mentre lo stesso fenomeno non è avvenuto per le società di dimensione intermedia per le quali si osserva una diminuzione dell'attività di emissione con un conseguente aumento del peso del debito bancario tra le fonti di finanziamento.

Pertanto, i destinatari della nuova disciplina risultano principalmente essere le piccole e medie imprese, dove per piccole imprese si intendono le aziende con meno di 50 dipendenti - con un fatturato annuo oppure con un totale di bilancio inferiore a 10 milioni di Euro; mentre per medie imprese si intendono quelle con meno di 250 dipendenti - con un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di Euro o con un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di Euro<sup>4</sup>. Restano dunque escluse dalle agevolazioni della recente disciplina le micro imprese, le banche e le aziende in fase di start-up che hanno meno di quattro anni di attività<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> La nuova disciplina si fonda su quattro interventi normativi: il Decreto Sviluppo (DL n. 83 del 22 giugno 2012 convertito nella legge n. 134 del 7 agosto 2012) il Decreto Crescita, noto anche come Decreto Sviluppo bis (DL n. 179 del 18 ottobre 2012 convertito nella legge n. 221 del 17 dicembre 2012), il Decreto Destinazione Italia (DL n. 145 del 23 dicembre 2013 convertito nella legge n. 9 del 21 febbraio 2014) e il Decreto Competitività (DL n. 91 del 2014 convertito in legge il 7 agosto 2014).

<sup>4</sup> Cfr. Commissione Europea, Raccomandazione 2003/361 del 6 maggio 2003.

<sup>5</sup> Attualmente il mini-pacchetto sulle startup innovative che il Ministero dello Sviluppo Economico vorrebbe agganciare alla legge di stabilità prevede l'estensione da

Per quanto concerne invece gli strumenti finanziari oggetto di attenzione da parte del legislatore le categorie individuate nei decreti sono essenzialmente tre: le cambiali finanziarie, i titoli di debito a medio e lungo termine e le obbligazioni subordinate e partecipative. Nei primi due casi si tratta di strumenti già utilizzati dalle imprese nei confronti dei quali i recenti decreti propongono delle modifiche e delle integrazioni rispetto al precedente assetto normativo; al contrario, le obbligazioni subordinate e partecipative vengono istituite *ex novo* con l'obiettivo di agevolare le imprese che escono dalla fase di start-up o che devono operare una ristrutturazione finanziaria.

Per quanto concerne le cambiali finanziarie viene modificata la loro durata portandola ad un massimo di tre anni (mantenendo in un mese la durata minima) e viene consentita per la prima volta l'emissione in forma dematerializzata<sup>6</sup>. Con riferimento alle obbligazioni la principale novità introdotta riguarda la possibilità di derogare ai limiti quantitativi stabiliti dal codice civile. Normalmente, infatti, le obbligazioni non possono essere emesse per un ammontare superiore al doppio del capitale sociale (più le riserve); nella fattispecie in esame è concessa una deroga a tale limite per le società con azioni quotate su un mercato regolamentato oppure nel caso in cui i titoli eccedenti tale limite siano destinati ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. La nuova disciplina estende la possibilità di derogare alla normativa civilistica anche alle società per azioni non quotate le cui obbligazioni vengano destinate alla negoziazione

quattro a cinque anni del periodo agevolato in cui le imprese possono essere considerate start-up. Cfr.

<sup>6</sup> La nuova normativa richiede anche che l'emissione sia assistita da uno sponsor (che può essere una banca, una SGR, una SICAV o un intermediario iscritto all'elenco previsto dall'art. 107 del TUB) e che almeno l'ultimo bilancio dell'emittente sia stato assoggettato a revisione contabile. Inizialmente questa regola valeva anche per i minibond, ma poi quando il decreto è stato convertito in legge la regola è rimasta solo per le cambiali finanziarie.



su un mercato regolamentato o su un Multilateral Trading Facility<sup>7</sup> (MTF) oppure qualora i titoli vengano collocati presso investitori qualificati<sup>8</sup>.

La possibilità di aumentare il finanziamento attraverso titoli di debito (e cambiali finanziarie) oltre il limite imposto dal codice civile rappresenta una novità di estrema rilevanza in quanto può più agevolmente consentire alle piccole e medie imprese di emettere obbligazioni per importi sufficienti al finanziamento di veri e propri progetti di crescita e di sviluppo.

La nuova disciplina, infine, ha regolamentato per la prima volta una fattispecie di obbligazioni ibride, denominate “obbligazioni subordinate partecipative”, che consistono in titoli di debito con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione. Si tratta di titoli di debito con scadenza uguale o superiore a 5 anni che incorporano due particolari condizioni: la clausola di subordinazione, che definisce i termini di postergazione del detentore del titolo ai diritti degli altri creditori della società, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale; la clausola di partecipazione, che regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo

obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente.

### *1.1 Le agevolazioni fiscali*

Sono stati introdotti anche benefici fiscali con il duplice obiettivo di rendere meno onerosa l'emissione di obbligazioni da parte delle piccole e medie imprese e di incentivare potenziali investitori a sottoscrivere tali nuovi strumenti di finanziamento. I benefici fiscali variano in relazione alla quotazione o meno degli strumenti finanziari e sono riconducibili a tre categorie di agevolazioni: la deducibilità degli interessi passivi, l'esenzione della ritenuta sugli interessi pagati e l'immediata deducibilità dei costi inerenti l'emissione.

Sino al 2012 la normativa fiscale italiana si basava sul presupposto che le società non quotate avessero interesse ad utilizzare titoli di debito esclusivamente con finalità elusive in quanto erano considerati succedanei del capitale proprio o di altre forme di finanziamento da parte dei soci. Per tale motivo alle società non quotate veniva di fatto preclusa la possibilità di dedurre gli interessi passivi corrisposti sulle obbligazioni, azzerando di fatto la convenienza e l'opportunità di questa forma di finanziamento. Le innovazioni introdotte hanno modificato il presupposto normativo spostando l'attenzione dal soggetto emittente all'oggetto dell'emissione: il criterio in base al quale cessa il presupposto elusivo è la quotazione del titolo obbligazionario (e non delle azioni della società emittente) oppure la sua circolazione tra investitori qualificati. Nello specifico viene estesa la possibilità di dedurre gli interessi sulle obbligazioni e su titoli similari anche alle società non quotate qualora gli strumenti emessi vengano quotati presso un mercato regolamentato o un MTF dell'Unione Europea oppure nel caso in cui, pur non essendo quotati, essi siano detenuti da investitori qualificati che non siano in possesso di una partecipazione rilevante nella medesima

<sup>7</sup> I Multilateral Trading Facilities o Sistemi Multilaterali di Negoziazione (che nella precedente normativa erano definiti ATS - Alternative Trading Systems) sono circuiti di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati, gestiti da soggetti privati, che permettono l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari mediante l'incontro di interessi di negoziazione da parte di una pluralità di soggetti e in base a regole non discrezionali.

<sup>8</sup> In base alle disposizioni della disciplina MiFID gli investitori qualificati sono in tutto e per tutto equiparati agli investitori professionali e sono disciplinati nel Regolamento Consob n. 16190/2007 (Regolamento Intermediari). Essi sono clienti che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono. Pertanto l'attuale disciplina consente agli intermediari che interagiscono con tali soggetti di derogare ad alcune regole di condotta normalmente previste ai fini della tutela dei clienti *retail*.



società (partecipazione diretta o indiretta superiore al 2%) e siano residenti in Italia (o in un paese della *white list*)<sup>9</sup>.

Una seconda agevolazione fiscale riguarda direttamente gli investitori che sottoscrivono i minibond o gli altri strumenti oggetto di innovazione: infatti, viene consentito l'ampliamento dei soggetti che possono godere dell'esenzione dall'applicazione della ritenuta fiscale sugli interessi derivanti da obbligazioni e titoli simili. Se in precedenza essa era prevista soltanto con riferimento a strumenti emessi da banche e da società con azioni quotate (e da enti pubblici economici trasformati in spa), ora viene estesa anche agli strumenti obbligazionari (e alle cambiali finanziarie) emessi da società non quotate purché tali strumenti siano quotati su mercati regolamentati o su MTF di stati membri dell'UE o appartenenti alla *white list*.

Il nuovo quadro normativo ha esteso i vantaggi derivanti dall'esenzione dalla ritenuta fiscale a due categorie di soggetti ritenute fondamentali ai fini dello sviluppo del mercato dei minibond: gli investitori esteri e alcune categorie di investitori istituzionali italiani il cui patrimonio sia prevalentemente investito in cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili. Nel primo caso, ciò ha consentito agli investitori residenti in paesi appartenenti alla *white list* l'esenzione dalla ritenuta fiscale sui proventi derivanti dall'investimento in minibond, creando quindi i presupposti per rendere più competitivo tale investimento anche a livello internazionale. Nel secondo caso, la medesima agevolazione si applica ad alcune particolari categorie di investitori istituzionali italiani quali, ad esempio, gli OICR e i fondi pensione. Con riferimento agli OICR, viene eliminato il meccanismo della doppia tassazione: una prima

volta in capo all'OICR stesso al momento della corresponsione dei proventi derivanti dal titolo obbligazionario e una seconda volta in capo all'investitore finale al momento della percezione dei proventi derivanti dalla partecipazione all'OICR. Anche per i fondi pensione è stata prevista l'inclusione degli interessi e degli altri proventi nel risultato maturato della gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva dell'11%.

Infine, la terza categoria di agevolazioni fiscali finalizzata a dare un impulso al mercato dei minibond riguarda la deducibilità degli oneri di emissione per cui gli emittenti di minibond e titoli simili hanno la possibilità di dedurre tali costi integralmente e immediatamente, ossia nel medesimo periodo di imposta in cui sono stati sostenuti.

### *1.2 I potenziali sottoscrittori di minibond*

Un ulteriore e importante impulso allo sviluppo del mercato dei minibond è riconducibile all'ampliamento della platea di potenziali sottoscrittori coinvolgendo anche altre categorie di investitori istituzionali e i veicoli di investimento specializzati in operazioni di cartolarizzazione, *asset backed securities* e *credit fund*. In particolare è stata oggetto di modifica la precedente legge 130/99 sulla cartolarizzazione con l'obiettivo di incentivare gli investitori istituzionali a sottoscrivere titoli derivanti dalla cartolarizzazione di crediti alle piccole e medie imprese rappresentati da minibond, concedendo maggiore flessibilità nella strutturazione delle operazioni di cartolarizzazione sia dal punto di vista dei soggetti acquirenti i titoli, sia dal punto di vista delle tipologie di titoli che possono essere oggetto di cartolarizzazione. Viene infatti prevista la possibilità di includere tra le attività sottostanti ammesse alla cartolarizzazione anche le obbligazioni e i titoli simili (ad esclusione di alcune categorie ibride e convertibili) ancorché emesse per importi estremamente ridotti; ciò rende

<sup>9</sup> Si ricorda che tutte le società di capitali sono soggette ad un limite generale di deducibilità degli interessi passivi (al netto degli interessi attivi) nella misura del 30% del ROL.



possibile sfruttare queste forme tecniche per strutturare minibond di filiera o di distretto (i cosiddetti cluster bond)<sup>10</sup>.

L'innovazione regolamentare estende inoltre l'incentivo a sottoscrivere minibond anche alle imprese di assicurazione e ai fondi pensione poiché include per la prima volta i titoli cartolarizzati, aventi come sottostante un portafoglio di minibond, tra le attività idonee a coprire le riserve tecniche delle assicurazioni (entro i limiti stabiliti dall'Ivass) e tra le attività compatibili con i limiti previsti per gli investimenti dei fondi pensione.

Infine, anche alle banche viene riconosciuta la possibilità di emettere covered bond per i quali la garanzia sottostante è rappresentata da crediti verso le piccole e medie imprese, minibond e titoli cartolarizzati da portafogli di strumenti similari.

## 2. L'emissione e la negoziazione di minibond

Il mercato dei minibond si sta progressivamente sviluppando in Italia poiché fornisce alle piccole e medie imprese una fonte di finanziamento alternativa rispetto al credito bancario. La convenienza del canale di finanziamento diretto rappresenta un fattore fondamentale in grado di influenzarne la crescita nel prossimo futuro, tuttavia la sua valutazione risulta piuttosto delicata in quanto si basa su molteplici fattori anche di tipo non espressamente monetario. Si pensi ad esempio

alla possibilità di ottimizzare la struttura finanziaria dell'azienda grazie ad una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento e ad un allungamento della durata media del debito che permette il conseguimento di una maggior coerenza tra la *duration* dell'attivo e del passivo e dunque un miglior equilibrio economico e patrimoniale. Un ulteriore effetto positivo derivante dal ricorso al canale diretto è riconducibile al fatto che l'emissione di obbligazioni non comporta alcuna segnalazione presso le banche dati quali Crif e Centrale Rischi e non prevede garanzie aziendali o personali, pertanto l'emittente mantiene inalterata la propria capacità di accesso al credito bancario.

Tra gli obiettivi perseguiti dal legislatore vi è certamente quello di stimolare l'emissione di minibond e di promuovere la costituzione di un mercato secondario in grado di dare liquidità a tali strumenti; infatti, le nuove norme prevedono una serie di semplificazioni a favore degli emittenti in tema di adempimenti informativi nei confronti degli investitori. Nello specifico l'impresa che emette minibond, anche se non quotata, è sollevata dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo (preventivamente approvato dall'autorità di mercato) qualora l'emissione presenti determinate caratteristiche: sia riservata a investitori qualificati (che si impegnano a non rivendere nei 12 mesi successivi), oppure ad un numero di soggetti, anche non qualificati, inferiore a 150, oppure sia di ammontare totale inferiore a 5 milioni di Euro, oppure con un taglio minimo superiore a 100 mila Euro. Allo stesso modo, con i minibond è possibile derogare alla disciplina relativa all'informativa obbligatoria a carico degli emittenti di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante strutturando l'emissione in modo tale che il valore complessivo sia inferiore a 5 milioni di Euro o il numero di obbligazionisti inferiore a 500 ed evitando di

<sup>10</sup> La rinascita del circuito delle operazioni di *securitization* è ormai da qualche tempo considerata dalla Banca Centrale Europea e dalle Commissioni Europee come una delle leve di intervento importanti per mitigare il problema dell'accesso al credito delle piccole e medie imprese. Le imprese finanziate i cui debiti sono oggetto di *securitization* possono usufruire di vantaggi di costo corrispondenti al vantaggio di liquidità per la banca. Gli investitori possono accedere a titoli obbligazionari attrattivi in termini di rischio-rendimento. In teoria, quindi, l'operazione di *securitization* permette una redistribuzione dei rischi verso il mercato dei capitali e allarga la dimensione del *funding* disponibile. Si veda al riguardo anche il contributo in questo numero di Fiorenzo Di Pasquali.



quotare il titolo su un mercato regolamentato in favore di un MTF o di un *private placement*<sup>11</sup>.

Gli strumenti obbligazionari emessi da società non quotate su mercati regolamentati sono destinati ad un mercato che presenta caratteristiche assai variegata con riferimento sia alle categorie di investitori sia alle caratteristiche degli strumenti negoziati. In particolare in Italia il mercato dei corporate bond si presenta ancora in uno stadio embrionale per via della nota attitudine degli imprenditori a finanziare la propria attività esclusivamente attraverso il canale bancario. Con le agevolazioni civilistiche e fiscali introdotte, il legislatore ha voluto fornire al tessuto imprenditoriale delle nostre piccole e medie imprese una serie di strumenti e incentivi in grado di trasformare il disagio derivante dalla restrizione del credito bancario in una opportunità di ripresa attraverso il canale del finanziamento diretto. I principali destinatari di questi strumenti obbligazionari emessi di società non quotate sono gli investitori istituzionali sia nazionali che internazionali, mentre restano esclusi gli investitori *retail* per i quali il livello di rischio di questa categoria di investimenti non risulta adeguato. Nell'esperienza internazionale - legata principalmente ai mercati di matrice anglosassone - questa tipologia di strumenti viene collocata attraverso i cosiddetti *private placement*, ossia accordi privati basati sulla contrattazione diretta tra emittente e investitori professionali. In Europa il mercato più ricco di operazioni di *private*

*placement* è quello tedesco, denominato "Schuldschein"<sup>12</sup>, ma in realtà esiste un potenziale molto alto anche in altri paesi quali l'Italia.

Il processo di emissione di minibond risulta notevolmente più agile rispetto all'emissione di un titolo destinato al mercato regolamentato, tuttavia richiede l'espletamento di una serie di adempimenti normativi e regolamentari e la partecipazione di diversi soggetti. In molti casi tuttavia, se affrontato seriamente da parte della proprietà e del management, rappresenta anche un'opportunità per l'azienda emittente per ottimizzare la struttura della *corporate governance*, il processo di pianificazione finanziaria e la propria visibilità verso il mondo esterno.

Generalmente durante il processo di emissione l'emittente è assistito da un professionista, che svolge il ruolo di *advisor* dell'operazione fornendo assistenza, verificando la fattibilità dell'emissione e accompagnando la società in tutto il processo. Sicuramente un fattore cruciale nelle emissioni di minibond è rappresentato dall'eventuale disponibilità di un rating. Dal momento che i minibond vengono tipicamente emessi da società di dimensioni esigue e non molto conosciute a livello internazionale, non è possibile fare affidamento sulla valutazione effettuate dalle grandi società di rating internazionali; a tal fine sono attualmente presenti in Italia due società di rating riconosciute da ESMA e CONSOB, orientate verso il suddetto segmento di mercato: CRIF S.p.a e Cerved Group S.p.a..

Solo nel caso in cui l'emissione di minibond sia destinata ad essere quotata l'emittente, con il supporto di un *arranger* e di uno studio legale, deve svolgere ulteriori incarichi. Nel caso del mercato italiano questi consistono nella redazione del documento di ammissione, nella richiesta del codice ISIN, nella pubblicazione degli ultimi due bilanci (di cui l'ultimo sottoposto a revisione), nella richiesta di ammissione alla negoziazione,

<sup>11</sup> La nuova disciplina ha ulteriormente agevolato l'emissione di strumenti di debito, disponendo l'estensione dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi e proventi corrisposti su obbligazioni non quotate e detenute da investitori qualificati (*private placement*), l'estensione dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi e proventi delle obbligazioni corrisposti alle società di cartolarizzazione che li sottoscrivono e l'estensione dell'imposta sostitutiva anche sulla cessione di crediti garantiti ed eliminazione dell'imposizione su garanzie accessorie. Cfr. Maggiore, 2014.

<sup>12</sup> Cfr. KPMG, 2013.



nella pubblicazione del documento di ammissione e nell'accentramento dei minibond presso Monte Titoli.

In base al tipo di società emittente e al tipo di titoli oggetto di emissione il processo di emissione può durare dai due ai quattro mesi<sup>13</sup>. L'iniziativa di maggior rilievo finalizzata ad aprire nuovi spazi sul mercato delle obbligazioni delle piccole e medie imprese è certamente riconducibile all'apertura del Segmento professionale del mercato ExtraMot di Borsa Italiana, denominato ExtraMot Pro, organizzato in forma di MTF e destinato ad accogliere le emissioni e le successive negoziazioni di strumenti di debito e *project bond* in grado di attrarre l'interesse degli investitori professionali.

ExtraMot Pro è un MTF riservato a investitori professionali istituito da Borsa Italiana nel febbraio del 2013 che offre ad emittenti e investitori un'opportunità del tutto comparabile con altre piazze Europee - quali Luxembourg Stock Exchange e Irish Stock Exchange - consentendo alle piccole e medie imprese italiane la possibilità di quotare i propri strumenti di debito su un mercato nazionale. I requisiti di accesso e gli obblighi informativi sono particolarmente ridotti<sup>14</sup>: per quotare un minibond è sufficiente aver pubblicato e depositato i bilanci degli ultimi due esercizi (di cui almeno l'ultimo assoggettato a revisione contabile) e presentare un documento di ammissione nel quale vengono riportate soltanto alcune delle informazioni già previste dalla Direttiva Prospetti (Direttiva 2003/71/CE) ossia: i nominativi dei responsabili della società, i fattori di rischio, le informazioni sull'emittente, la struttura organizzativa, i principali azionisti, le informazioni finanziarie dell'azienda o in alternativa l'ultimo bilancio, le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di emissione e l'ammissione alle negoziazioni con relative modalità. Inoltre, nel

caso in cui la società emittente sia già quotata su un mercato regolamentato o su un MTF è sufficiente fornire soltanto le informazioni riguardanti gli strumenti in emissione e l'ammissione alle negoziazioni<sup>15</sup>. Anche i requisiti successivi alla quotazione su ExtraMot Pro sono piuttosto snelli e prevedono la pubblicazione del bilancio (sottoposto a revisione contabile), la comunicazione del rating ove presente, la diffusione delle informazioni *price sensitive* e le informazioni tecniche relative alle cedole, all'ammortamento e all'eventuale rimborso anticipato. Il Regolamento di Borsa Italiana non richiede esplicitamente la presenza di un intermediario sponsor né di uno *specialist* a supporto della liquidità dei titoli, tuttavia è possibile dare incarico ad un operatore di essere presente sul lato *bid* del mercato per soddisfare le richieste degli investitori che necessitano di un prezzo ufficiale a fini contabili o di *risk management*.

Per quanto concerne i costi legati all'emissione di minibond, essi sono riconducibili al tasso di interesse, ai costi legali, ai costi di revisione contabile, alla realizzazione di un business plan, al rating, alla predisposizione del report informativo periodico e alle commissioni di collocamento. Nel caso in cui i minibond vengano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o un MTF si aggiungono anche i costi di quotazione.

L'entità del tasso di interesse dipende da diversi elementi quali il rating o comunque il livello di rischio dell'emittente, lo spread espresso dal mercato per obbligazioni che presentano il medesimo rischio di credito, le caratteristiche morfologiche dei titoli oggetto di emissione,

<sup>15</sup> Qualora gli strumenti di debito siano stati collocati attraverso un *private placement* presso investitori professionali all'ingrosso (in conformità con la Rule 144a della Sec) oppure siano stati quotati presso mercati regolamentati o MTF esteri è possibile presentare unicamente l'*Offering Memorandum*.

<sup>13</sup> Cfr. Maggiora, 2014.

<sup>14</sup> Cfr Broccardo, Erzegovesi, 2014.



l'eventuale presenza di garanzie e il premio per l'illiquidità richiesto dall'investitore. I costi legali, invece, sono riconducibili all'eventuale revisione dello statuto della società (se necessario), alla redazione del regolamento del prestito, a tutte le pratiche inerenti alla eventuale quotazione, alla predisposizione del contratto di sottoscrizione da sottoporre agli investitori e del contratto per il conferimento dell'incarico alla banca agente. Attualmente le stime relative ai costi legali variano tra lo 0,50% e lo 0,75% del valore nominale in emissione<sup>16</sup>. Anche per la revisione del bilancio il costo è variabile ma si parte da un minimo di 10.000 – 15.000 Euro; a questa somma deve essere aggiunto il costo di una *limited review* specifica di alcune poste di bilancio qualora venga espressamente richiesta dall'investitore. L'entità di questa voce varia, in funzione della tipologia di impresa e del livello di fatturato, da un minimo di circa 3.000 Euro ad un massimo di circa 9.000 Euro. Per la predisposizione e la verifica del *business plan* l'*advisor* finanziario richiede una commissione che mediamente parte da un minimo di 4.000 Euro e aumenta in funzione del fatturato. Qualora venga richiesto anche il rating, ciò presuppone un costo il cui ammontare varia in funzione del fatto che il giudizio di rating sia ad uso interno oppure esterno; mediamente tale importo parte da un minimo di 15.000 Euro, ma, a differenza dei costi una tantum, il rating richiede un aggiornamento su base annuale, pertanto rappresenta un costo ricorrente. Nel caso in cui l'emissione non venga integralmente sottoscritta da un unico investitore, l'*advisor* finanziario – generalmente la banca – chiede un'ulteriore commissione per la ricerca di nuovi investitori il cui ammontare varia tra l'1% e il 2% del valore nominale oggetto dell'emissione. Infine, qualora lo strumento obbligazionario venga quotato l'emittente dovrà sostenere i costi di quotazione; nel caso del mercato ExtraMot Pro il corrispettivo

è pari a 2.500 Euro una tantum (tale importo scende a 500 Euro qualora l'emittente abbia già altri strumenti quotati su un altro mercato o MTF).

### 3. Analisi delle emissioni quotate sul mercato ExtraMot Pro

A fine ottobre 2014 risultano quotate su ExtraMot Pro 72 società per un controvalore totale delle emissioni di 4.280 milioni di Euro. Il numero di emissioni effettuate è pari a 91 in rappresentanza di due categorie di strumenti emessi che mostrano caratteristiche assai diverse: infatti vi sono 62 emissioni di titoli di diritto italiano (effettuate da 58 società) per un controvalore totale di poco inferiore a 585 milioni di Euro, e 29 emissioni di obbligazioni *high yield* di diritto estero riconducibili a 14 emittenti di medio-grandi dimensioni, per un totale che sfiora i 3.700 milioni di Euro<sup>17</sup>.

Per tutto il 2013 e per buona parte del 2014 il mercato italiano dei minibond è riuscito ad attrarre quasi esclusivamente l'interesse dei grandi emittenti che hanno trovato per la prima volta in Italia un mercato competitivo rispetto al mercato internazionale degli *high yield corporate bond*; la maggior parte delle emissioni è riconducibile ad aziende con un rating di tipo *speculative grade* e spesso è finalizzata a sostenere operazioni di *leveraged finance* poste in essere su gruppi italiani da operatori di *private equity*<sup>18</sup>. Le società emittenti appartengono tutte a gruppi industriali particolarmente articolati in grado di sfruttare la leva del debito per mantenere una *governance* relativamente concentrata e sfruttare al massimo i benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli

<sup>17</sup> Le emissioni di diritto estero sono operazioni in conformità con la Rule 144a ossia la normativa della Sec statunitense che agevola gli emittenti che intendono collocare i propri strumenti attraverso *private placement* presso investitori istituzionali qualificati esonerandoli dall'informativa sulla *disclosure* e sulla protezione dell'investitore con un notevole risparmio in termini di costi e tempi.

<sup>18</sup> Cfr. Broccardo, Erzegovesi, 2014.

<sup>16</sup> Cfr. Belli, 2014.



interessi passivi. Su 29 emissioni 21 sono oggetto di *double quotation* sulle piazze finanziarie di Irlanda o Lussemburgo. Quasi tutte le emissioni (tranne tre) sono accompagnate da un rating emesso da un'agenzia internazionale che varia tra B+, B e B- nel caso di S&P oppure tra B1 e B2 nel caso di Moody's; tale giudizio è rappresentativo non soltanto della capacità dell'impresa di generare cassa ma anche della capacità dell'emittente di rifinanziare il debito in scadenza con nuove emissioni sia di debito che di capitale. Questo è anche il motivo per cui tutte queste obbligazioni presentano una modalità di rimborso in unica soluzione alla scadenza.

Pertanto, gli emittenti che hanno popolato la fase di avvio del mercato ExtraMot Pro sono aziende di elevato standing, con un fatturato annuo mediamente superiore a 500 milioni di Euro e un totale attivo che varia tra i 200 milioni e 1,7 miliardi di Euro: cioè si tratta di aziende ben distanti dal concetto di piccola e media impresa a cui si è ispirato il nostro legislatore. Il controvalore di ciascuna emissione di tali obbligazioni varia da un minimo di 50 ad un massimo di 780 milioni di Euro e in tutti i casi il taglio minimo dei certificati è di 100 mila Euro. Nella maggior parte dei casi i titoli corrispondono un tasso fisso (soltanto in 7 casi si osserva una cedola variabile indicizzata all'euribor più uno *spread*) e la durata è compresa tra 4 e 7 anni.

Questi titoli, sebbene siano negoziati sul segmento ExtraMot Pro, non possono essere considerati minibond a tutti gli effetti in quanto nascono da esigenze aziendali molto diverse rispetto al normale fabbisogno di finanziamento di una piccola e media impresa e sono generalmente destinati ad investitori professionali con un profilo di rischio-rendimento piuttosto elevato. Grazie quindi alle novità introdotte da tale nuova disciplina (soprattutto in materia di agevolazioni fiscali) anche i grandi emittenti hanno trovato convenienza a quotare i propri strumenti di debito

sul mercato ExtraMot Pro contribuendo così a rendere visibile anche in Italia una parte di mercato internazionale che all'estero esisteva ormai da parecchio tempo.

Il mercato delle corporate bond delle piccole e medie imprese ha preso avvio (dopo una fase iniziale di incertezza) proprio anche sulla spinta di questi operatori e un numero sempre maggiore di tali emittenti ha fatto il proprio ingresso sul mercato ExtraMot Pro.

L'ammontare medio delle emissioni effettuate da queste imprese di dimensione più ridotta si attesta su importi ovviamente molto più contenuti che variano da un minimo di 114 mila Euro ad un massimo di 50 milioni di Euro (ma solo una ventina di emissioni ha avuto un controvalore superiore a 10 milioni di Euro). Nella maggior parte dei prestiti la durata non supera i sette anni<sup>19</sup> e presentano una cedola fissa (tranne per 4 emissioni); il rating è disponibile in pochi casi ed è comunque calcolato da Cerved o Crif. Le aziende emittenti presentano uno standing inferiore rispetto ai casi visti in precedenza, si tratta di società con un fatturato che mediamente si aggira sui 77 milioni di Euro e un totale attivo pari in media a 124 milioni di Euro. Sono quasi tutte società per azioni tranne il caso di 7 società a responsabilità limitata e una società cooperativa.

---

<sup>19</sup> Tranne il caso di una serie di emissioni congiunte effettuate da alcune società venete di gestione delle acque, appartenenti al consorzio Viveracqua, che presentano tutte una durata ventennale.

**TAB. 1 - Classificazione degli emittenti titoli di diritto italiano in funzione della loro dimensione**

<b>Fatturato &gt; 50 milioni</b>	<b>Fatturato &lt; 50 milioni</b>	<b>Fatturato &lt; 10 milioni</b>
Alessandro Rosso Group S.P.A.	Acque Del Basso Livenza S.P.A.	C.A.A.R. Consulting Automotive Aerospace Railway S.P.A.
Buscaini	Acque Del Chiampo S.P.A.	Dynamica
Coswell S.P.A.	Acque Vicentine S.P.A.	Enna - Green Arrow 11 – S.R.L.
Estra - E.S.Tr.A. S.P.A. Energia Servizi Territorio Ambiente In Forma Abbreviata E.S.Tr.A. S.P.A.	Alto Vicentino Servizi S.P.A.	Ett S.P.A.
Etra - Energia Territorio Risorse Ambientali - Etra S.P.A.	Azienda Servizi Integrati S.P.A. - In Forma Abbreviata A.S.I. S.P.A.	Fide Spa
Eurotranciatura S.P.A.	Bim Gestione Servizi Pubblici S.P.A.	Fri-El Biogas Holding - S.R.L. % Fri-El Biogas Holding - G.M.B.H.
Global System International S.P.A. In Forma Abbreviata G.S.I. S.P.A. Con O Senza Interpunzioni	Bomi Italia S.P.A.	Innovatec S.P.A.
Grafiche Mazzucchelli S.P.A. Od In Forma Abbreviata Gm S.P.A.	Centro Veneto Servizi S.P.A. Con Sigla ( C.V.S. S.P.A.)	Istituti Finanziari Riuniti S.P.A.
Imi Fabi S.P.A.	Enerventi S.P.A.	Jsh Group S.P.A.
Inglass S.P.A.	Exprivia Healthcare It S.R.L.	Microcinema S.P.A.
Ital Tbs Telematic & Biomedical Services S.P.A.	Filca Cooperative Società Cooperativa	Molinari Spa
Milleuno S.P.A.	Finanziaria Internazionale Holding S.P.A.	Primi Sui Motori S.P.A.
Rigoni Di Asiago S.R.L.	Geodata Engineering S.P.A.	Rsm Italy Audit & Assurance S.R.L.
S.G.G. Holding S.P.A.	Gpi S.P.A.	Sudcommerci S.R.L.
S.I.G.I.T. - Società Italiana Gomma Industriale Torino - S.P.A.	Gruppo Psc S.P.A. In Breve Psc S.P.A.	
S.I.P.C.A.M. Società Italiana Prodotti Chimici E Per L'agricoltura Milano - S.P.A.	Iacobucci Hf Aerospace S.P.A.	
Selle Royal S.P.A.	Ipi S.P.A.	
Ternienergia S.P.A.	Mep S.P.A.	
Tesmec Spa	Meridie	
Trevi - Finanziaria Industriale S.P.A.	Mpg - M.P.G. Manifattura Plastica S.P.A.	
	Sea Spa	
	TESI SPA	

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana e Bankscope

\* Le società risultano soltanto 56 in quanto per True Energy Wind, società lussemburghese, non è stato possibile reperire il bilancio e Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio è stata eliminata dal campione oggetto di indagine.



La TAB. 1 riporta le società emittenti italiane distinguendole in base al loro fatturato.

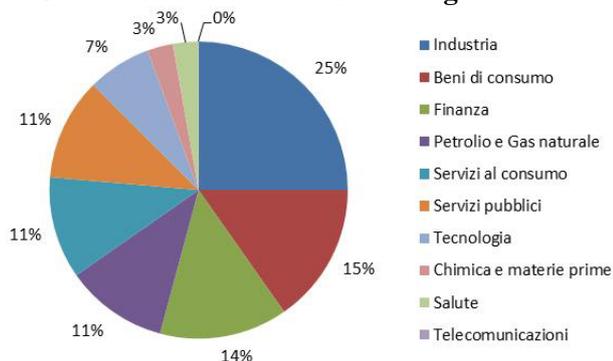
Poiché in questa sede l'oggetto del lavoro è l'analisi delle emissioni delle piccole e medie imprese, vengono tralasciate le emissioni delle grandi imprese oggetto di *double quotation* e l'emissione effettuata da Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio.

Con riferimento alla dimensione delle imprese italiane che hanno quotato le loro obbligazioni sull'ExtraMot Pro, si rileva che 20 sono grandi imprese, 22 sono medie imprese e 14 sono imprese di piccole dimensioni, sulla base dei criteri individuati dalla Raccomandazione 2003/361 della Commissione Europea.

L'attività di emissione da parte delle piccole e medie imprese si è notevolmente intensificata nella seconda metà del 2014, e nel mese di luglio si è registrato un picco di richieste di ammissione a quotazione e l'attività è proseguita a ritmo sostenuto anche nel successivo mese di ottobre.

Come rilevabile dalla FIG. 6, i settori che hanno attratto maggiormente l'interesse del mercato sia in termini di numero di emissioni sia in termini di controvalore raccolto sono quello industriale, dei beni di consumo e della finanza.

**FIG. 6 - Distribuzione settoriale degli emittenti**



Fonte: Borsa Italiana

All'interno di questi settori soltanto una parte delle emissioni è realmente riconducibile a vere e proprie piccole e medie imprese.

A livello geografico più del 73% delle operazioni, sia termini di numerosità che di controvalore raccolto, è stato effettuato da società del nord Italia, un quinto delle operazioni è riconducibile a società con sede legale nell'Italia centrale e solo una quota residuale è ascrivibile a società appartenenti alla zona meridionale e alle isole (si veda la TAB. 2).

**TAB. 2 - Emissioni per area geografica (mil. Euro)**

	Numero	Ctv	Numero	Ctv
	Totale emissioni		di cui PMI	
<b>NORD</b>	<b>45</b>	<b>422,58</b>	<b>28</b>	<b>215,780</b>
Lombardia	17	102,70	8	39,80
Veneto	13	196,00	8	132,10
Trentino	3	11,75	3	11,75
Friuli	1	15,00	-	-
Emilia Romagna	4	71,68	2	6,68
Piemonte	4	24,10	4	24,10
Liguria	3	1,35	3	1,35
<b>CENTRO</b>	<b>7</b>	<b>112,95</b>	<b>3</b>	<b>21,95</b>
Lazio	4	31,95	3	21,95
Toscana	1	50,0	-	-
Umbria	2	31,00	-	-
<b>SUD</b>	<b>8</b>	<b>40,58</b>	<b>8</b>	<b>40,58</b>
<b>ISOLE</b>				
Basilicata	1	5,00	1	5,00
Campania	4	7,68	4	7,68
Molise	1	2,70	1	2,70
Puglia	1	22,00	1	22,00
Sicilia	1	3,20	1	3,20
<b>TOTALE</b>	<b>60</b>	<b>576,114</b>	<b>39</b>	<b>278,314</b>

Fonte: nostra elaborazione su dato Borsa Italiana e Bankscope

\* Le emissioni risultano soltanto 60 (anziché 62) in quanto True Energy Wind (società lussemburghese) e Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio sono state eliminate dal campione.

Alcune tra le emissioni negoziate su ExtraMot Pro sono state effettuate da società con azioni quotate sul mercato regolamentato di Borsa Italiana oppure sul segmento AIM ossia un MTF dedicato alle



piccole e medie imprese italiane con elevato potenziale di crescita. Vi sono inoltre alcuni emittenti che pur non essendo quotati su alcun segmento di mercato partecipano al programma ELITE di Borsa Italiana<sup>20</sup>. In particolare tra tutti gli emittenti presenti su extraMot Pro le società quotate su MTA sono 7, di cui 5 appartenenti a STAR, altre 4 sono quotate su AIM, una sola su MIV e 12 partecipano al percorso ELITE. Vi sono infine due società in cui la controllante è quotata in un caso su AIM e nell'altro su MTA.

Per comprendere meglio le motivazioni e le dinamiche che spingono le imprese a rivolgersi al mercato anziché al canale bancario per aumentare e diversificare le proprie fonti di finanziamento a titolo di debito è utile analizzare le informazioni riportate nei documenti di ammissione che vengono presentati a Borsa Italiana all'atto della richiesta di ammissione al mercato ExtraMot Pro. In questi documenti gli emittenti sono tenuti a dichiarare le modalità con cui verranno impiegati i fondi raccolti. Tipicamente le risorse raccolte possono essere utilizzate per finanziare progetti di crescita (sia interna che esterna) oppure semplicemente per sostituire tutto o parte del debito in essere, magari allungandone la durata media.

Il finanziamento della crescita risulta essere la motivazione che più frequentemente ha spinto verso il mercato gli emittenti di qualità media o alta che finanziano progetti di sviluppo aziendale capaci di generare un discreto *cash flow* (e che per tale motivo prediligono tipicamente l'ammortamento graduale del debito); per questa categoria di soggetti il minibond rappresenta una vera e propria alternativa al credito bancario. I

minibond possono essere utilizzati con le medesime finalità anche da quegli emittenti che intendono compiere i primi passi verso il mercato dei capitali e quindi verso l'allargamento della compagine azionaria a soggetti esterni (spesso operatori di *private equity* o fondi specializzati), magari attraverso operazioni di *leveraged finance*<sup>21</sup>.

Nel caso delle emissioni effettuate dalle piccole e medie imprese e riconducibili al comparto dei titoli di diritto italiano, in tutti i casi (tranne due) si può affermare che si tratta di veri e propri minibond (il cui ammontare è inferiore alla soglia dei 30 milioni di Euro, come rilevabile dalla TAB. 3). Per tali titoli, in tre quarti dei casi la motivazione all'emissione è risultata la raccolta di risorse destinate ad investimenti e ad acquisizioni con l'obiettivo di intraprendere un percorso di crescita per via interna o esterna. Non a caso la durata media di queste emissioni è più elevata (8 anni) rispetto alla durata media delle operazioni finalizzate alla mera sostituzione del credito bancario (3 anni) in quanto i progetti di crescita sono tipicamente a medio lungo termine. Allo stesso modo la scelta delle modalità di estinzione del prestito per tali emissioni ricade in prevalenza sull'ammortamento progressivo a riprova del fatto che l'obiettivo dell'emittente è quello di sfruttare i flussi di cassa dei nuovi progetti per estinguere gradualmente il debito.

<sup>20</sup> ELITE è una piattaforma di servizi integrati creata da Borsa Italiana S.p.A. per supportare le piccole e medie imprese nella realizzazione dei loro progetti di crescita e per dar loro un canale attraverso il quale acquisire visibilità e reputazione nei confronti dei mercati. Cfr Borsa Italiana.

<sup>21</sup> Cfr Broccardo, Erzegovesi, 2014.


**TAB. 3 - Utilizzo dei fondi raccolti attraverso le emissioni (mil. Euro)**

Emissioni con controvalore superiore a 30 milioni di Euro					
Investimenti e crescita dimensionale			Refinancing - Releverage		
N di operazioni	Controvalore	Durata media	N di operazioni	Controvalore	Durata media
2	100,000	5			
	Unica Soluzione				
Emissioni con controvalore inferiore a 30 milioni di Euro					
Investimenti e crescita dimensionale			Refinancing - Releverage		
N di operazioni	Controvalore	Durata media	N di operazioni	Controvalore	Durata media
45	427,351	8	14	52,414	3
di cui:			di cui:		
	Amortizing	28		Amortizing	3
	Unica soluzione	17		Unica soluzione	11

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana

Viceversa, le emissioni finalizzate alla ricomposizione della struttura finanziaria con un minor utilizzo del canale bancario prediligono il rimborso del prestito in un'unica soluzione a scadenza e hanno una durata mediamente inferiore<sup>22</sup>.

Dall'esame delle caratteristiche tecniche dei minibond presenti sul mercato ExtraMot Pro e dei rispettivi emittenti è facile intuire come questi strumenti siano destinati ad essere sottoscritti e scambiati esclusivamente da investitori professionali che si presume abbiano gli strumenti e le competenze necessarie per valutare il profilo di

rischio–rendimento di questo particolare investimento. Anche il legislatore ha inteso tutelare i risparmiatori *retail* riservando la possibilità di sfruttare pienamente i benefici civilistici e fiscali della nuova normativa soltanto nei casi in cui tali strumenti vengano sottoscritti da investitori professionali. Da parte sua anche Borsa Italiana ha escluso la possibilità di accedere al segmento ExtraMot Pro da parte degli investitori non professionali.

Inizialmente le prime emissioni di minibond (di piccolo taglio) sono state sottoscritte dalla banca (o da un pool di banche) che ha svolto il ruolo di *arranger* dell'emissione, spesso operante sul medesimo territorio in cui era ubicata la società emittente. Con il progressivo sviluppo del mercato che ha catturato l'interesse di un crescente numero di emittenti (e grazie anche agli incentivi introdotti dal legislatore) si è assistito alla nascita di un cospicuo numero di fondi di investimento chiusi specializzati in queste tipologie di investimenti e denominati fondi di minibond (o *credit fund*). Attualmente il mercato è in continua crescita e aumenta il numero di soggetti interessati ad investire in minibond.

<sup>22</sup> Considerando le emissioni di titoli di diritto internazionale effettuate dalle grandi imprese che hanno scelto la doppia quotazione si nota che sono tutte caratterizzate dalla medesima struttura morfologica: il rimborso in un'unica soluzione a scadenza, una durata media pari a sei anni e l'obiettivo di ottenere lo spostamento delle fonti di finanziamento dal canale bancario al mercato dei capitali. A questa categoria appartengono infatti quegli emittenti che hanno sfruttato i vantaggi della nuova normativa fiscale introdotta dal Decreto Sviluppo per trovare investitori internazionali disposti a rifinanziare con un *bond* il credito bancario erogato a supporto di operazioni di *leveraged buyout* effettuate da parte di fondi di *private equity* che possiedono una quota di controllo nel capitale.



La presenza di un investitore professionale in grado di valutare i piani industriali e finanziari delle piccole e medie che si rivolgono per la prima volta al mercato dei capitali per finanziare i propri progetti di crescita è fondamentale; fino allo scoppio della crisi le banche finanziavano direttamente questi progetti per importi anche elevati, mentre oggi non sono più in grado di fornire questo sostegno a causa anche degli aggravii in termini patrimoniali imposti dalla normativa di Basilea. Il nuovo ruolo che le banche sono chiamate a svolgere in questo contesto è quello di *originator* in grado di promuovere il contatto tra le aziende meritevoli che necessitano di finanziamenti e gli investitori specializzati, magari sulla base di una *partnership* che vede un parziale coinvolgimento anche dell'*originator* nell'assunzione del rischio.

Come già osservato in precedenza, nel mercato dei minibond sono particolarmente attivi anche gli operatori di *private equity*, soprattutto nei casi in cui l'emissione di minibond rappresenta il primo passo di un percorso di graduale avvicinamento dell'azienda al mercato dei capitali e ad una ipotetica futura quotazione. In questi casi l'emissione di titoli di debito fa parte di una strategia più complessa che coinvolge anche la componente azionaria<sup>23</sup>.

Attualmente gli operatori attivi nella sottoscrizione di minibond risultano essere circa una trentina, così come riportato nella TAB. 4.

L'attività svolta da SACE, invece, riguarda la concessione di una garanzia per le emissioni di minibond (nel limite del 70% del controvalore sottoscritto) effettuate da imprese con programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10%. Il costo della garanzia, in questo caso, è variabile tra i 50 e i 200

*basis point*, in relazione allo standing creditizio e allo stato di solvibilità dell'impresa emittente<sup>24</sup>.

Un'ulteriore iniziativa a favore dell'ampliamento del mercato dei minibond è riconducibile alla Cassa Depositi e Prestiti che nel mese di maggio 2014 ha avallato la promozione di due fondi di fondi promossi e gestiti da Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A. il cui obiettivo è quello di sostenere il mercato acquistando quote di *credit funds* specializzati in minibond.

<sup>23</sup> Cfr. Broccardo, Erzegovesi, 2014.

<sup>24</sup> Sul ruolo della Sace si rinvia comunque al contributo in questo numero di Aciri e Li Castri.


**TAB. 4 - Principali Fondi di investimento specializzati in minibond (mil. di Euro)**

Gestore	Nome del fondo	Target raccolta	Primo closing	Natura	Banca promotrice
Advam Partners sgr	Advam 1	200	nd	Indipendente	
Aletti gestielle sgr	Fondo Crescita Impresa Italia	100	nd	Bancario/indipendente	Banca Aletti
Amundi sgr	nd	200	nd	Bancario/indipendente	SACE
Amundi sgr	nd (con Sace)	350	175	Bancario/indipendente	SACE
Anthilia Capital Partners sgr	Bond Impresa Territorio	200	110	Bancario/indipendente	Akros
Azimut sgr	nd (con Antares Private Equity)	250	nd	Indipendente	
Bnp Paribas Investment partners sgr	Bnp Paribas Bond Italia Pmi	150	nd	Bancario	Bnp Paribas
Compass am sa	Blue Lake Sicav- Sif Italian Minibond	100	nd	Indipendente	Patrimony 1873 (BSI)
Dueemme sgr	Fondo per le Imprese	150	76	Bancario	Banca Esperia
Emisys Capital sgr	Emisys Development	150	131	Indipendente	
Finint sgr	Fondo Minibond Pmi Italia (con Mps)	150	nd	Bancario	Monte dei Paschi S.p.A.
Finint sgr	Laborfonds	200		Indipendente	Banca Pop. dell'Alto Adige
Fondo Italiano d'Investimento sgr	nd (fondo di fondi)	500	250	Bancario	Varie banche e altri
Fondo Strategico Italiano	nd (fondo di fondi)			Bancario	Cassa Depositi e Prestiti
Fysis Fund sicav	Vesta Industrial	100	nd	Indipendente	Fysis Fund
Hedge Invest sgr	HI CrescItalia Pmi Fund	250	nd	Indipendente	
Lemanik am	Equita Corporate Debt (con Equita sim)	200	nd	Indipendente	
Lemanik am	Equita Leveraged Debt (con Equita sim)	200	nd	Indipendente	



Lyxor sgr	Lyxor Berica Sme Fund (con Pop Vicenza)	500	100	Bancario/indipendente	Banca Pop. Vicenza
Mediolanum Gest. Fondi	Mediolanum Fless. Sviluppo Italia	250		Bancario	Mediolanum (Muzinich)
Muzinich&Co.	Italian Private Debt	250	156	Indipendente	
PensPlan sgr	Euregio	100	50	Bancario	Prader Bank
Pioneer sgr	Pioneer Sviluppo Italia	nd	nd	Bancario	Unicredit
Riello Investimenti Partners sgr	Fondo Impresa Italia	150	nd	Indipendente	
River Rock	Italian Hybrid Capital Fund	200	nd	Indipendente	
Tenax	Tenax Opportunity Fund	200	nd	Indipendente	
Terranova / A&F	Renaissance Iniziativa Bond			Indipendente	
Ver Capital sgr	Ver Capital Credit Partner Italia V	200	nd	Indipendente	
Wise sgr	Wise Private Debt	250	nd	Indipendente	
Zenit sgr	Progetto MiniBond Italia	150	nd	Bancario/indipendente	Banca di Cherasco, ADB

Fonte: MF-Milano Finanza, Osservatorio minibond (Politecnico di Milano) ed elaborazioni personali



#### 4. Le analoghe esperienze Europee: un confronto

La creazione di un segmento di mercato ad hoc in grado di favorire il ricorso allo strumento obbligazionario, anche da parte delle piccole e medie imprese, non è una novità nel panorama Europeo. Esistono, infatti, analoghe esperienze nel resto del continente<sup>25</sup>. È stata la Norvegia la prima a dar vita nel 2005 a uno specifico segmento di mercato non regolamentato, denominato Nordic ABM, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper*. Tale mercato è suddiviso in due segmenti riservati rispettivamente agli investitori *retail* e a quelli istituzionali a seconda che il taglio minimo dell'emissione sia inferiore o superiore a circa 65 mila Euro. Il punto di forza di tale mercato risiede essenzialmente nella semplicità delle procedure, sia in termini di tempistiche e costi che di adempimenti informativi a carico dell'impresa emittente (presentazione degli ultimi tre bilanci approvati, redazione di un prospetto informativo e dei documenti di dettaglio dell'operazione). È altresì prevista, in via opzionale, la figura del *loan trustee* per tutelare maggiormente gli interessi degli investitori, alla luce dei limitati obblighi di trasparenza in capo all'emittente. Nonostante il successo complessivo del Nordic ABM, si evidenzia che la maggior parte delle emissioni finora realizzate riguarda banche e assicurazioni; le emissioni di imprese non finanziarie si concentrano essenzialmente nel sotto-segmento rivolto agli investitori istituzionali e riguardano in prevalenza aziende del settore energetico e marittimo.

Anche in Francia nel 2012 è stata introdotta una nuova modalità di emissione obbligazionaria, specificatamente dedicata alle piccole e medie imprese, denominata IBO (*Initial Bond Offer*) e

ammessa su tre mercati: i segmenti B e C di Euronext (mercato regolamentato) e Alternext (MTF) presso la Borsa di Parigi. L'IBO, che può essere effettuata sia dalle imprese quotate sul mercato francese che da quelle non quotate, deve presentare un taglio minimo di 5 milioni di Euro per Alternext e di 10 milioni per Euronext, nonché una scadenza compresa tra i 5 e i 10 anni. Gli adempimenti informativi in capo all'emittente sono relativamente snelli ma è richiesta alle società con capitalizzazione di mercato inferiore a 100 milioni di Euro e alle piccole e medie imprese non quotate l'ottenimento di un rating da parte di una tra le agenzie riconosciute dall'ESMA (*European Security and Markets Authority*). Come per il Nordic ABM, tali segmenti di mercato sono aperti sia a investitori *retail*, per la cui sottoscrizione è tuttavia necessaria l'intermediazione di banche o *e-broker*, e sia a investitori istituzionali. Ad oggi lo sviluppo del mercato obbligazionario delle piccole e medie imprese in Francia risulta ancora piuttosto limitato, avendo fatto registrare soltanto 4 emissioni.

Un'ulteriore esperienza è riconducibile al MARF, Mercato Alternativo del Renta Fija, segmento del mercato obbligazionario spagnolo AIAF, costituito nel 2013. Anche in questo caso sono stati definiti requisiti di ammissione più flessibili rispetto a quelli previsti per i mercati secondari obbligazionari garantendo, al contempo, un livello di trasparenza piuttosto elevato a tutela degli investitori. Le obbligazioni negoziate sul MARF devono avere un taglio minimo di 100 mila Euro e possono essere sottoscritte esclusivamente da investitori istituzionali, come avviene in Italia. Gli adempimenti informativi in capo all'emittente in termini di trasparenza riguardano la documentazione relativa all'azienda e all'operazione, corredata da una dichiarazione di

<sup>25</sup> Cfr. Calugi, Morelli, Paglietti 2014.



solvibilità emessa da un ente accreditato all'ESMA. Il rilascio del rating è infatti facoltativo, così come l'affiancamento di un *liquidity provider* per garantire liquidità al titolo sul mercato. Tra i casi analizzati, il mercato spagnolo dei minibond è quello che più ricalca la struttura implementata nel contesto italiano, sia per ciò che concerne l'architettura normativa e regolamentare che ne disciplina il funzionamento e sia per la struttura operativa che regola il processo di emissione. Al momento il mercato risulta ancora a uno stato piuttosto embrionale, avendo registrato finora una sola emissione.

All'interno del panorama Europeo dei minibond, la Germania rappresenta uno dei casi di maggiore successo: il Bondm, lanciato nel 2010 dalla Borsa di Stoccarda, offre agli investitori sia *retail* che istituzionali la possibilità di sottoscrivere i titoli sul mercato primario in fase di IBO (*Initial Bond Offer*) e di negoziarli sul mercato secondario. A tal fine è stato costituito un canale di vendita elettronico, il "*Bondm subscription box*", attraverso cui gli investitori, soprattutto *retail*, possono inserire direttamente il proprio ordine di acquisto. La negoziazione dell'obbligazione sul mercato secondario avviene tramite il supporto di un *quality liquidity provider*, che ha l'obiettivo di garantire liquidità al titolo. I requisiti di ammissione per le società emittenti riguardano essenzialmente la presentazione di un prospetto informativo, dell'ultimo bilancio certificato e l'ottenimento di un rating da un'agenzia specializzata; è altresì richiesta la presenza di un *coach* che affianchi l'impresa sia nella fase di emissione che in quella di *follow-up*. Alla fine del terzo trimestre del 2014 sono state registrate 148 emissioni per un ammontare complessivo di quasi 6 miliardi di Euro. A fronte di tali elementi di positività, occorre però segnalare che dalla istituzione di tale mercato si sono manifestati (fino ad ottobre 2014) casi di declassamento dei titoli

quotati e veri e propri casi di default che hanno riguardato 23 emissioni, per un ammontare complessivo di un miliardo di Euro<sup>26</sup>.

### Conclusioni

Per le imprese non quotate, in particolare per le piccole e medie imprese, il ricorso a cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili, può consentire un importante miglioramento nella gestione finanziaria, legato ad una più elevata diversificazione del debito e ad una conseguente attenuazione dei rischi connessi alla forte dipendenza dai canali bancari. Inoltre, attraverso i minibond, le piccole e medie imprese hanno la possibilità di accedere in modo diretto ai mercati di capitali, con l'opportunità di entrare in contatto con importanti investitori finanziari, anche internazionali.

Tali strumenti rappresentano un canale di *funding* non alternativo, ma complementare al sistema bancario in quanto sono strutturati diversamente e hanno un impatto diverso sul passivo della società. Se utilizzati correttamente i minibond garantiscono alla piccola e media impresa una maggior stabilità delle fonti di finanziamento rispetto al tradizionale prestito bancario chirografario; in tal modo, infatti, l'impresa può attendere che gli investimenti finanziati producano i flussi di cassa previsti prima di procedere al rimborso del prestito. Inoltre, il miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari dell'impresa, successivamente all'emissione obbligazionaria, nonché l'attribuzione di un *rating* esterno, consentono all'impresa di presentarsi con un maggior grado di affidabilità nei confronti del sistema bancario.

Le stesse banche hanno un ruolo fondamentale nell'indirizzare verso l'accesso ai mercati finanziari le piccole e medie imprese: accompagnando sul mercato le aziende con favorevoli opportunità di crescita e sviluppando

<sup>26</sup> Cfr. Calugi, Morelli, Paglietti 2014.



attività di consulenza per il finanziamento diretto, il sistema bancario può godere di una serie di benefici riconducibili al contenimento del rischio, alla riduzione degli assorbimenti di capitale e all'aumento la redditività misurata da un miglioramento del margine di intermediazione.

### **Bibliografia**

Banca d'Italia (2014), Considerazioni finali del Governatore, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, 30 maggio, Roma.

Banca d'Italia (2014), Rapporto sulla stabilità finanziaria, novembre.

Belli M. (2014), I mini-bond come strumento alternativo di finanziamento, Topic CFO - BAA Bocconi, 8 maggio, Milano.

Broccardo E., Erzegovesi L. (2014), I minibond e i modelli di finanziamento delle imprese, Bancaria 7-8.

Calugi R., Morelli V., Paglietti G. (2014), I mini-bond. Istruzioni per l'uso, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano.

European Commission (2013), Sme's Access to Finance Survey. Analytical Report, 14 novembre.

Fico P. (2014), L'offerta di Borsa Italiana per le PMI, Borsa Italiana S.p.A., intervento del 14 novembre, Macerata.

Finaldi Russo P. (2014), Il finanziamento non bancario delle imprese italiane, intervento del 14 novembre, Macerata.

Forestieri G. (2014), I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio, Bancaria 6.

KPMG (2013), Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi,.

Maggiore L. (2014), Il mercato dei minibond in Italia. Convegno Paradigma. 25-25 settembre, Milano.

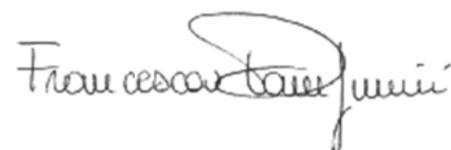
Martinoli M., Zanotti F., Di Luzio M.C., Profumo R. (2014), Minibond: strumenti di sviluppo o sopravvivenza?, CSE Crescendo, Milano.

Rota A. (2013), La destinazione del patrimonio dei prodotti del Risparmio Gestito al finanziamento delle PMI, Assogestioni, 5 dicembre.

Sebbene il lavoro sia frutto della collaborazione di tutti gli autori, si precisa che il paragrafo 1 e il paragrafo 5 sono attribuiti ad Alberto Banfi, mentre i paragrafi 2, 3 e 4 sono attribuiti a Francesca Pampurini

Milano, 28 marzo 2017

(Francesca Pampurini)

Handwritten signature of Francesca Pampurini in black ink.

(Alberto Banfi)

Handwritten signature of Alberto Banfi in black ink.