POLITECNICO
MILANO 1863

SCHOOL OF MANAGEMENT

Osservatorio Mini-Bond

3° Report italiano sui Mini-Bond

Febbraio 2017

Indice

pagina

Introduzione 5

Executive summary 7

1. Mini-bond: definizioni e contesto 11
- Definizioni metodologiche 11
- Il contesto del mercato del capitale per le PMI nel 2016 12
- L'evoluzione della normativa nel 2016 e i PIR 16
- Il mercato borsistico ExtraMOT PRO 17
- I mini-bond in Europa nel 2016 22

2. Le imprese emittenti 25
- Il campione del 2016: statistiche descrittive 25
- I costi del collocamento 30
- Le motivazioni del collocamento 32
- L'analisi dei bilanci 33
- Come è stato impiegato il capitale raccolto? 37

3. Le emissioni 41
- Le emissioni fino al 2016: statistiche descrittive 41
- Scadenza e remunerazione offerta 45
- Il *rating* 50
- Opzioni, *covenant* e garanzie 51

4. Gli attori della filiera 57
- I consulenti finanziari: gli *advisor* 57
- I consulenti legali 58
- Gli *arranger* 58
- Le società di *rating* 59
- Gli investitori 59
- Le banche agenti e le banche depositarie 60
- Portali dedicati ai mini-bond 61
- I fondi di investimento specializzati nei mini-bond 62

5. Le prospettive future 67

Appendice: elenco delle emissioni di mini-bond nel 2016 71

La School of Management 73

Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca 75

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

pagina

FIGURE

Figura 1.1	Valore della produzione industriale nel manifatturiero in Italia dal 2011 al 2016 (100 = media 2011)	**12**
Figura 1.2	Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2013 e il 2015, per dimensione di azienda	**13**
Figura 1.3	Rapporto tra nuovi investimenti e immobilizzazioni materiali dal 2011 al 2015: confronto grandi imprese / PMI	**13**
Figura 1.4	Rapporto fra debiti finanziari e capitale netto per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia	**14**
Figura 1.5	Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello *stock* disponibile dal 2006 al 2016 su base trimestrale (blu) e su base annuale (rosso)	**14**
Figura 1.6	Percentuale delle PMI che individuano nell'accesso al capitale un problema molto rilevante, in vari paesi UE	**15**
Figura 1.7	Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non bancarie dal 2011 al 2016 (dati in miliardi EUR)	**16**
Figura 1.8	Il posizionamento di ExtraMOT PRO rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana	**18**
Figura 1.9	ExtraMOT PRO: flusso delle ammissioni e numero totale di titoli quotati (al netto dei *delisting*) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2016	**20**
Figura 1.10	Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile degli scambi (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2016	**21**
Figura 2.1	Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato	**25**
Figura 2.2	Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: confronto fra le emittenti 2015 e le emittenti 2016	**26**
Figura 2.3	Segmentazione delle imprese emittenti fra quotate e non quotate sul mercato borsistico, per classe di fatturato consolidato	**26**
Figura 2.4	Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato (sulle ascisse)	**27**
Figura 2.5	Segmentazione delle imprese emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO	**27**
Figura 2.6	Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: confronto fra le emittenti 2015 e le emittenti 2016	**28**
Figura 2.7	Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività	**28**
Figura 2.8	Segmentazione delle emittenti fra società quotate e non, per settore di attività	**29**
Figura 2.9	Segmentazione delle emittenti per dimensione del collocamento e per settore di attività	**29**
Figura 2.10	Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale	**30**
Figura 2.11	Localizzazione geografica delle imprese emittenti: confronto fra le emittenti 2015 e le emittenti 2016	**30**
Figura 2.12	Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond	**32**
Figura 2.13	Segmentazione delle imprese emittenti in funzione della situazione finanziaria di bilancio	**34**
Figura 2.14	Il modello di riclassificazione di bilancio utilizzato per l'analisi dei flussi di investimento delle società emittenti	**36**
Figura 2.15	Le strategie di impiego del capitale raccolto con i mini-bond	**39**

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

pagina

Figura 3.1	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2016	**41**
Figura 3.2	Flusso temporale del controvalore di emissione di mini-bond fino al 31 dicembre 2016	**42**
Figura 3.3	Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni EUR)	**43**
Figura 3.4	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa)	**43**
Figura 3.5	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond: società già quotate rispetto alle non quotate	**44**
Figura 3.6	Distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni	**44**
Figura 3.7	Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico	**45**
Figura 3.8	Distribuzione complessiva della scadenza del titolo	**45**
Figura 3.9	Distribuzione della scadenza dei mini-bond: confronto fra 2015 e 2016	**46**
Figura 3.10	Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese	**47**
Figura 3.11	Controvalore totale delle emissioni di mini-bond del campione in scadenza nei prossimi anni. Valori in milioni EUR	**47**
Figura 3.12	Distribuzione della cedola dei mini-bond	**48**
Figura 3.13	La cedola dei mini-bond: confronto fra 2015 e 2016	**48**
Figura 3.14	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese	**49**
Figura 3.15	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto € 50 milioni	**49**
Figura 3.16	Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze	**50**
Figura 3.17	Presenza del *rating* sui mini-bond	**50**
Figura 3.18	Presenza di opzioni *call* e/o *put*	**52**
Figura 3.19	Presenza di garanzie relative al rimborso	**53**
Figura 3.20	Presenza di *covenant* finanziari da rispettare	**54**
Figura 4.1	Gli *arranger* più attivi sul mercato dei mini-bond nel 2016, per i collocamenti fino a EUR 50 milioni	**58**
Figura 4.2	La 'mappa' degli investitori nei mini-bond nel 2016: copertura del campione 79%	**60**
Figura 4.3	Il posizionamento dei fondi chiusi specializzati nei mini-bond nelle tipologie di investimento mobiliare	**62**

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

pagina

TABELLE

Tabella 1.1	Riassunto delle principali innovazioni legislative introdotte sui mini-bond dal 2012 ad oggi	**16**
Tabella 2.1	Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di mini-bond (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani)	**34**
Tabella 2.2	*Compounded annual growth rate* (CAGR) dei ricavi consolidati a cavallo dell'emissione di un mini-bond	**35**
Tabella 2.3	Valori medi e mediani (fra parentesi) degli indici di investimento più rilevanti nei tre bilanci successivi al collocamento del mini-bond	**38**
Tabella 3.1	Le emissioni di cambiali finanziarie classificabili come 'mini-bond' nel corso del 2016	**42**
Tabella 3.2	Statistiche sul controvalore nominale medio dell'emissione	**44**
Tabella 3.3	Statistiche sulle modalità di rimborso del capitale	**47**
Tabella 3.4	Statistiche sull'attribuzione del *rating*	**51**
Tabella 3.5	Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*	**52**
Tabella 4.1	Gli investimenti dei fondi italiani di *private debt* effettuati nel 2016 nei mini-bond del campione	**64**

BOX

Box 1.1	La 'procedura OPS' su ExtraMOT PRO	**19**
Box 1.2	I mini-bond come 'anticamera' alla quotazione in Borsa	**21**
Box 1.3	La tecnologia *blockchain* e il mondo dei mini-bond	**24**
Box 2.1	L'operazione '*hydro-bond 2*'	**31**
Box 2.2	La parola alle imprese	**33**
Box 2.3	La situazione dei *default* dei mini-bond in Italia	**36**
Box 3.1	Le cambiali finanziarie	**42**
Box 3.2	Quando la garanzia sui mini-bond si può bere, o mangiare	**53**
Box 3.3	Una tregua per non far scattare i *covenant*	**54**
Box 4.1	Le Finanziarie regionali e i mini-bond	**62**
Box 4.2	I fondi di credito (*direct lending*): le novità del D.L. 18/2016	**63**
Box 4.3	AIFI e il mercato del *private debt*	**64**
Box 5.1	L'evoluzione del mercato dei *project bond* in Italia nel 2016	**68**

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Introduzione

La terza edizione del rapporto italiano dedicato all'industria dei mini-bond segna la piena maturità del mercato dedicato ai titoli mobiliari di debito alternativi rispetto al credito bancario. Il numero cumulato delle emissioni continua a crescere così come aumenta il numero delle imprese, soprattutto PMI, che sperimentano questa opportunità di diversificazione delle fonti di finanziamento.

Il campione cumulato della ricerca può ormai contare su 292 emissioni (di cui 245 sotto € 50 milioni) effettuate da 222 imprese (di cui 104 PMI). Anche quest'anno proponiamo una serie di analisi su dati e statistiche, con alcune novità. La disponibilità dei bilanci successivi all'emissione per le PMI 'pioniere' che si sono affacciate sul mercato nel 2013 e nel 2014 consente di evidenziare come effettivamente il capitale sia stato impiegato dopo il collocamento del mini-bond (per rifinanzare altri debiti o per nuovi investimenti). Inoltre viene posta l'enfasi su alcune novità che potrebbero avere un impatto interessante sull'industria nel breve-medio termine, come l'introduzione dei PIR (piani individuali di risparmio), la tecnologia *blockchain*, la procedura OPS su ExtraMOT PRO. Ma è anche l'opportunità per fare il punto della situazione sulla rischiosità di questi titoli, evidenziando i casi più problematici rispetto alla solvibilità dell'emittente emersi nel corso del 2016.

Un doveroso ringraziamento va agli *sponsor* e ai *partner*, sia a quelli che hanno confermato il sostegno rispetto all'anno scorso, sia ai nuovi che si sono aggiunti permettendo anche quest'anno la pubblicazione del rapporto. Siamo oltremodo riconoscenti anche verso tutti coloro che hanno contribuito alla raccolta e alla verifica delle informazioni qui contenute. Le porte sono aperte per chi volesse ulteriormente contribuire alla ricerca e al dibattito. Ovviamente, come si usa dire, '*all errors are our own*'.

febbraio 2017

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Executive summary

Mini-bond: definizioni e contesto

Il metodo di ricerca dell'Osservatorio definisce i 'mini-bond' come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) emessi da società quotate o non quotate in Borsa, in virtù delle recenti innovazioni normative introdotte dal Decreto 'Sviluppo' in avanti.
In particolare ci riferiamo a emissioni da parte di società di capitali o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni) di importo massimo fino a € 500 milioni, non quotate su listini aperti agli investitori *retail*.
L'industria dei mini-bond ha confermato nel 2016 lo sviluppo costante evidenziato nei Report precedenti e iniziato nel 2012 in risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e dal *credit crunch*. La crescita è proseguita nonostante il miglioramento delle condizioni di accesso al credito registrate nel 2016, confermando l'opzione del mini-bond quale fonte di finanziamento alternativa e complementare.
Il 2016 si è confermato un anno di progressiva crescita anche per la piattaforma di scambio ExtraMOT PRO, gestita da Borsa Italiana, che ha consentito alle imprese di individuare un mercato secondario 'adatto' per i mini-bond, con procedure di ammissione semplici, rapide e poco costose e da poco tempo anche la possibilità di accedere alla piattaforma OPS per il collocamento iniziale dei titoli. A fine 2016 i titoli quotati erano 165 per un controvalore nominale complessivo di oltre € 6 miliardi, pur con scambi ridotti data la logica '*buy-and-hold*' di molti investitori specializzati.
Il consueto sguardo sull'Europa ci consente anche per il 2016 di confermare l'esperienza italiana come uno dei punti di riferimento. In altri paesi (come Regno Unito e Germania) la possibilità di collocare mini-bond anche presso il pubblico degli investitori *retail* ha incentivato fenomeni di *moral hazard* e i numerosi *default* hanno messo a repentaglio la fiducia degli investitori. Ciononostante lo sviluppo del *fintech* apre inevitabilmente una riflessione sugli effetti che la diffusione dei *marketplace* per il collocamento e la negoziazione su Internet degli *asset* finanziari (anche grazia alla tecnologia *blockchain*) potrebbe avere sul mondo dei mini-bond. Su questo punto l'Italia appare in ritardo rispetto ad altri paesi UE.

Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato 222 imprese che alla data del 31 dicembre 2016 avevano collocato mini-bond in Italia. Nel 2016 le emittenti sono state 88 (di cui 74 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), 21 in più rispetto al 2015.
Nel campione totale, 95 emittenti sono identificabili come PMI non finanziarie. Rispetto al 2015, nel 2016 è aumentata ulteriormente la proporzione delle PMI fra le emittenti, passando dal 43% al 53%.
In gran parte le emittenti del 2016 sono società per azioni (l'84%), ma sono rappresentate pure società a responsabilità limitata e cooperative.
Nel campione totale compaiono anche 25 imprese già quotate sul mercato azionario.
Il fatturato delle imprese emittenti è molto variabile; la fascia più numerosa del campione si concentra fra € 100 milioni e € 500 milioni, ma compaiono anche ben 40 società con fatturato inferiore a € 10 milioni. Nel 2016 è raddoppiato il numero di emittenti con fatturato compreso fra € 10 milioni e € 25 milioni.
Per quanto riguarda il settore di attività, si registra la netta supremazia del settore manifatturiero, anche se nel 2016 è aumentato il peso relativo degli altri settori.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

I settori rappresentati sono comunque molti diversificati, dal commercio alle *utilities*, dai servizi finanziari all'immobiliare, dall'informatica alle costruzioni.
La collocazione geografica evidenzia una netta prevalenza delle regioni del Nord; il 2016 ha visto il forte recupero della Lombardia rispetto al 2015, con ben 29 emittenti e un aumento del Centro con 19 emittenti.
Completano il quadro un'analisi dei costi connessi all'emissione e una panoramica sulle motivazioni del collocamento dalla quale si conferma come dominante l'obiettivo di finanziare la crescita interna dell'azienda (nel 62% dei casi, soprattutto per le PMI). Al secondo posto emerge l'obiettivo di ristrutturare le passività dell'impresa (soprattutto per le grandi imprese). Seguono le strategie di crescita esterna tramite acquisizioni, e il fabbisogno di alimentare il ciclo di cassa del capitale circolante.
L'analisi dei bilanci consolidati per le PMI non finanziarie emittenti mostra situazioni abbastanza diversificate rispetto alla marginalità operativa all'emissione (con ben 17 imprese con EBITDA negativo). La redditività appare contenuta ma in leggero miglioramento appena prima del collocamento del mini-bond. In media si riscontra un buon aumento del fatturato prima dell'emissione e - limitatamente alle PMI per cui sono disponibili i bilanci - anche dopo l'emissione ma solo per le emittenti del 2013, non per quelle del 2014.
Il Report documenta i (pochissimi) casi di *default* aggiornati al 2016 nonchè le situazioni a rischio di insolvenza e alcuni casi di ridiscussione dei *covenant* previsti nei contratti con gli investitori.
Un'inedita analisi di riclassificazione dei bilanci consolidati per le le PMI emittenti del 2013 e del 2014 consente di evidenziare come sono stati impiegati i finanziamenti raccolti, distinguendo da una parte se il mini-bond ha rappresentato la fonte rilevante di capitale, e dall'altra se gli impieghi si sono diretti più a nuovi investimenti o al rifinanziamento del debito esistente.

Le emissioni

L'Osservatorio dispone ormai di osservazioni su 292 emissioni di mini-bond effettuate dalle imprese del campione a partire da novembre 2012 (in alcuni casi le imprese hanno condotto più emissioni). Di queste, ben 245 hanno importo sotto € 50 milioni.
Si tratta in gran parte di obbligazioni, ma compaiono anche 26 cambiali finanziarie, spesso nell'ambito di programmi 'rolling'. Il valore nominale totale dei mini-bond supera € 11,5 miliardi (€ 1,28 miliardi considerando solo le emissioni fatte da PMI, € 2,03 miliardi considerando solo le 245 emissioni sotto € 50 milioni).
Il 2016 ha contribuito con 106 emissioni (il cui elenco è riportato in Appendice) con controvalore totale € 3,57 miliardi. Di queste, 89 sono sotto la taglia di € 50 milioni.
Si è osservata una stabilizzazione del valore medio delle emissioni (€ 25 milioni nel secondo semestre, € 47 milioni nel primo semestre).
Nel campione totale, il 50% delle emissioni è sotto la soglia di € 5 milioni.
Molti titoli (201 su 292) sono stati quotati su ExtraMOT PRO. Alcune emissioni (20) sono state quotate su listini esteri (in Germania, Irlanda, Austria e Lussemburgo).
Per quanto riguarda la scadenza, nel 2016 le imprese si sono 'allontanate' dalla media passata di 5 anni ma la distribuzione è molto eterogenea. Il valore medio del 2016 è 5,7 anni (in aumento rispetto al 2015). Nel 2016 ben 17 emissioni hanno avuto scadenza inferiore a un anno.
La maggioranza dei titoli nel campione complessivo (il 54,5%) prevede il rimborso del titolo alla scadenza (*bullet*), soprattutto per le emissioni maggiori e per le imprese già quotate in Borsa. Nelle PMI e nelle emissioni sotto € 50 milioni è relativamente più frequente la modalità *amortizing*, con un rimborso graduale fino alla scadenza.
Sulla base dei dati raccolti, viene elaborata anche una proiezione dei flussi di capitale in scadenza nei prossimi anni, e quindi da rifinanziare.
Per quanto riguarda la cedola, in quasi tutti i casi è fissa mentre in 33 casi è variabile. Il valore medio della cedola fissa per l'intero campione è pari a 5,36%, quello mediano è il 5,40%. Si riscontra per il secondo anno consecutivo nel 2016 una riduzione del *coupon* (la media è 4,89% rispetto a 5,10% dell'anno prima). Aumenta il ricorso alla cedola indicizzata.
I mini-bond del campione sono associati a un *rating* nel 39% dei casi (di cui il 22% 'pubblico', distribuito quasi equamente fra

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

investment grade e *speculative grade* mentre il 17% è *unsolicited* o *undisclosed)*. Il ricorso al *rating* è calato nel 2016 ed è riscontrato soprattutto fra le grandi imprese.
Molto frequente (in particolare per PMI e società finanziarie) la clausola di opzione *put*, che permette la richiesta di rimborso anticipato del titolo da parte dell'investitore. Spesso è abbinata ad una clausola di tipo *call*, nel senso che il rimborso può essere forzato in anticipo dall'emittente.
La presenza di una garanzia sul rimborso del capitale, a dare maggiore sicurezza agli investitori, è diventata più frequente nel 2016 (il 35% delle emissioni contro il 14% fino al 2015) e continua ad essere più frequente per le società di grande dimensione e per i collocamenti di lungo termine.
Il rispetto di determinati *covenant* in funzione di *ratio* patrimoniali-reddituali-finanziari è presente nel 50% dei casi, ed è relativamente più frequente per le emissioni di importo minore e per quelle di lungo termine. Nel 2016 è interessante osservare i primi casi di difficoltà di alcune emittenti nel rispetto dei *covenant* soprattutto nei comparti correlati all'*oil & gas*.

Gli attori della filiera

La ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore che ha caratterizzato il mercato dei mini-bond nel 2016.
L'*advisor* è un consulente destinato ad affiancare l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del *business plan*, dell'*information memorandum* e nella definizione di tempi e modalità dell'emissione.
I consulenti legali si occupano di verificare gli aspetti formali e di *compliance* rispetto ai contratti e ai regolamenti o prospetti del prestito.
L'*arranger* si occupa invece del collocamento dei titoli sul mercato, individuando i potenziali investitori e occupandosi del '*fine tuning*' rispetto alla definizione dei rendimenti offerti.
La società di *rating* è un altro attore di riferimento nell'emissione di giudizi indipendenti sulla solvibilità dell'emittente.
Importante anche il ruolo delle banche agenti e delle banche depositarie, che assistono le emittenti nei processi amministrativi correlati alla dematerializzazione dei titoli e alla gestione dei pagamenti. Il Report identifica per ognuno di questi ruoli i principali *player* esistenti sul mercato italiano.
Per quanto riguarda gli investitori che hanno sottoscritto i mini-bond di taglia inferiore a € 50 milioni, il 2016 ha visto confermato il ruolo importante dei fondi chiusi di *private debt* (con investimenti pari al 31% del totale rispetto al campione coperto) ma anche il buon aumento delle risorse investite dai fondi esteri (con una quota del 28%). Cala invece il ruolo delle banche nazionali mentre si mantiene stabile il contributo delle assicurazioni.

Le prospettive future

In conclusione del lavoro, come sempre, vengono proposte alcune riflessioni, che serviranno per indirizzare l'attività di ricerca futura dell'Osservatorio, che continuerà a concentrarsi sulle strategie finanziarie e di investimento delle emittenti attraverso un'analisi caso per caso.
Per il 2017 le aspettative (finora confermate) sono di nuovo quelle di una crescita in linea con i dati del biennio passato. Ancora in gran parte inesplorate sono le potenzialità riferite agli ambiti delle cartolarizzazioni dei mini-bond e dei *project-bond*.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

1. Mini-bond: definizioni e contesto

Definizioni metodologiche

La ricerca condotta dall'Osservatorio Mini-Bond considera i titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) e le cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) emessi dalle imprese italiane, in particolare di piccola-media dimensione. Le 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").
Si tratta di titoli di debito emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori professionali e qualificati, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole. Tale tipologia di strumenti è ben nota a imprese e investitori (e anche al Codice Civile, che ne disciplina l'emissione negli articoli 2410-2420 per le SpA, e nell'articolo 2483 per le Srl), ma fino al 2013 si trattava di forme di finanziamento quasi esclusivamente utilizzate solo da imprese quotate, o comunque non 'diffuse' sul mercato.
Anche per questo terzo rapporto manteniamo la definizione utilizzata finora, limitandoci all'analisi di collocamenti di obbligazioni e cambiali finanziarie che soddisfano tutti i seguenti requisiti:
1. l'emittente è una società di capitali o cooperativa residente in Italia, o comunque la cui attività dominante è svolta in Italia;
2. l'emittente non è una società bancaria o assicurativa o comunque non fa parte di un gruppo bancario soggetto alla vigilanza di Banca d'Italia;
3. l'emittente non è un veicolo costituito con l'unico obiettivo di effettuare un'acquisizione o una cartolarizzazione;
4. l'emissione è caratterizzata da un valore massimo pari a € 500 milioni (considerato cumulato per emissioni diverse che avvengono nello stesso periodo ravvicinato);
5. il titolo non è quotato su un mercato borsistico regolamentato, aperto a investitori *retail*.
Si noti che i limiti prima enunciati non considerano variabili dimensionali dell'impresa emittente quali fatturato o totale dell'attivo. Poichè questa ricerca intende però focalizzare l'attenzione sul ruolo dei mini-bond quali strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario per le piccole e medie imprese, anche in questo terzo *report* andremo a differenziare tutte le statistiche distinguendo fra PMI e grandi società, con *focus* particolare sull'industria e sulle emissioni con importo inferiore a € 50 milioni.
L'attenzione sul nuovo mercato dei mini-bond in Italia è sorta in un contesto del tutto particolare riferito agli effetti nefasti della crisi finanziaria partita nel 2008 e alla riduzione dell'offerta di credito dalle banche soprattutto nei confronti delle PMI, fenomeni che nel corso dell'ultimo biennio certamente si sono attenuati soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea. Ciononostante come evidenzieremo nelle prossime pagine il mercato dei mini-bond ha continuato a crescere con nuove emissioni, a testimoniare da una parte che si tratta di un valido strumento per differenziare le fonti di finanziamento, soprattutto nel lungo termine, e dall'altra che l'interesse verso questa *asset class* è sempre vivo.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Il contesto del mercato del capitale per le PMI nel 2016

Il 2016 è stato un anno di particolare volatilità per i mercati finanziari. I primi 40 giorni dell'anno hanno visto l'indice del mercato borsistico italiano scendere del 25%, uno dei peggiori risultati a livello mondiale. Il referendum in Gran Bretagna e le elezioni negli Stati Uniti, nonchè per l'Italia il referendum costituzionale, hanno contribuito a generare un clima di incertezza e a condizionare le scelte di investimento delle imprese.

La situazione congiunturale

Sostenuta da un ulteriore calo del prezzo del petrolio e dalla rivalutazione del dollaro americano rispetto all'euro, l'economia italiana nel corso del 2016 ha continuato a mostrare segnali di crescita seppure debole.

Nei primi mesi del 2016 il rallentamento del commercio mondiale, dovuto all'indebolimento della domanda extra-Ue soprattutto dai Paesi emergenti, ha deluso le ottimistiche aspettative legate alla crescita, dopo tanti anni di stagnazione.

Le proiezioni relative ai dati di consuntivo 2016 evidenziano un incremento del PIL in Italia pari a +0,9% e una crescita del fatturato industriale-manifatturiero pari a +1,2% trainato soprattutto da Farmaceutica, Mobili, Elettrodomestici e Automotive[1]. Si conferma dunque un lieve progresso congiunturale, ancora troppo debole per dare la 'scossa' definitiva dopo gli anni della crisi, come evidenzia la Figura 1.1.

[1] Fonte: ISTAT, Prometeia

In attesa della pubblicazione dei bilanci aziendali relativi al 2016, per le imprese italiane il 2015 sembra essere stato l'anno di recupero dei livelli di fatturato pre-crisi[2]: i ricavi sono cresciuti in media del 2,7%, accelerando la crescita dell'anno precedente. I miglioramenti hanno riguardato tutti i settori, comprese le costruzioni, per cui la crisi si era fatta sentire fino al 2014, ma con l'unica eccezione del comparto *energy* & *utilities*. Anche il valore aggiunto ha accelerato, aumentando a tassi del 4%, superiori a quelli del costo del personale (+2,9%). Ne è seguito un aumento della produttività e della redditività lorda delle società italiane che, in rapporto al fatturato, si è attestata al 7,1%.

[2] Fonte: Osservatorio sui Bilanci 2015, Cerved

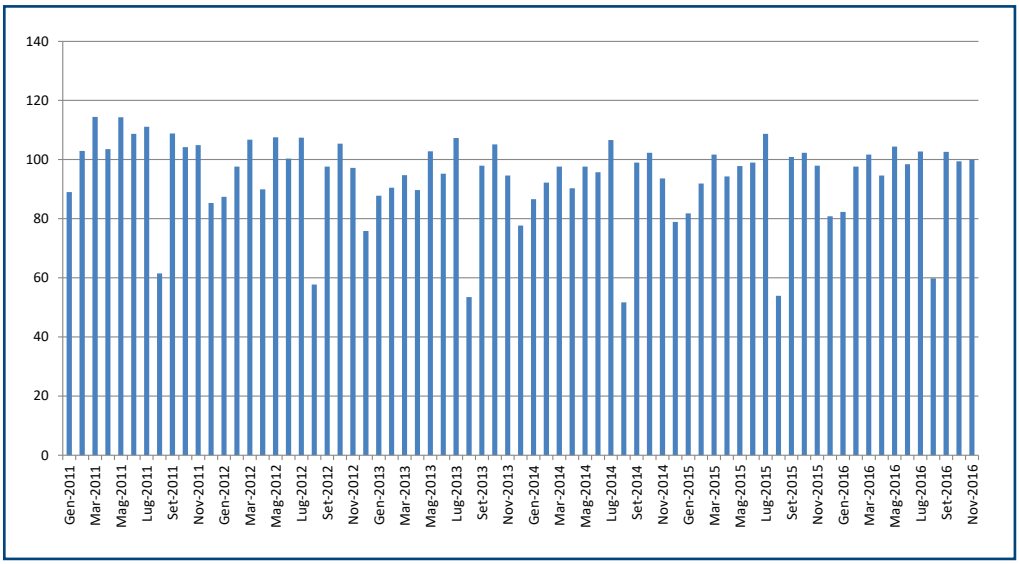
Risultano in graduale ripresa anche gli indici di redditività, ma in questo caso con livelli che rimangono ancora distanti da quelli del 2007. Dal punto di vista settoriale, la redditività lorda cresce a ritmi maggiori nell'industria (+6,3%) e nelle costruzioni (+5,8%), rispetto ai servizi (+4,8%).

È proseguita anche nel 2015 la fase di *deleveraging*, con debiti finanziari in calo e un consistente aumento della patrimonializzazione, che ha reso meno fragili i bilanci delle società analizzate.

Focalizzando l'attenzione sulle PMI, il 2015 ha visto il ritorno alla crescita del loro numero (+500 unità rispetto al 2014), dopo un'emorragia particolarmente violenta nel 2012 e nel 2013. La tendenza si è finalmente invertita, ed il numero di PMI è tornato a superare

Figura 1.1

Valore della produzione industriale nel manifatturiero in Italia dal 2011 al 2016 (100 = media 2011). Fonte: Istat



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

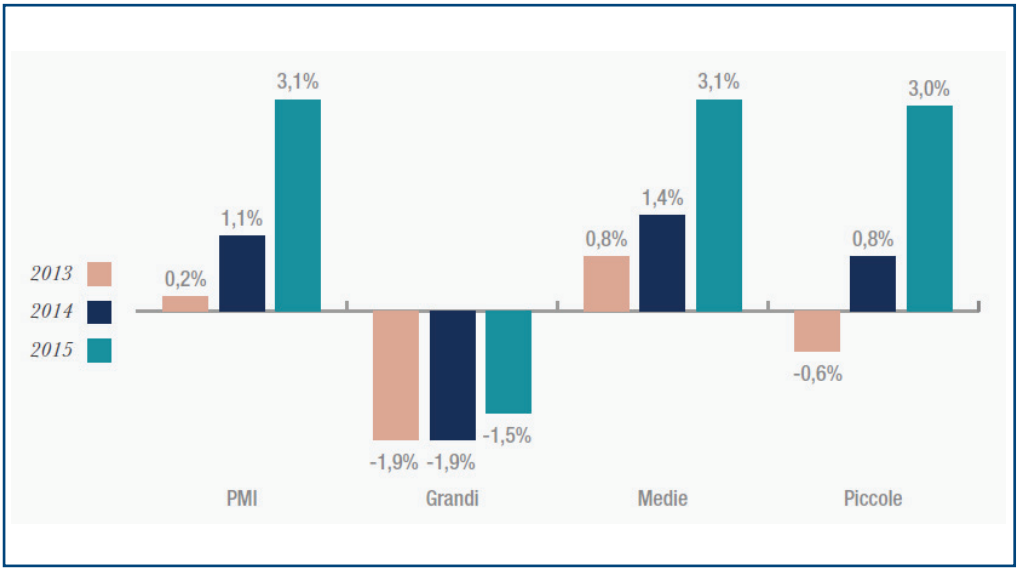


Figura 1.2

Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2013 e il 2015, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2016

quota 137.000 (+0,4%) grazie in particolare al contributo delle Srl 'semplificate'[3].
Nel 2015, dopo i primi segnali di progresso evidenziati nel nostro Report di un anno fa, si osserva un deciso miglioramento dei bilanci delle PMI. Come mostra la Figura 1.2, i ricavi sono cresciuti a tassi tripli rispetto all'anno precedente (3,1% contro 1,1%) mentre le grandi imprese di nuovo segnano il passo. Il costo del lavoro è però aumentato a ritmi paragonabili a quelli del valore della produzione. In crescita anche i margini operativi lordi (+4%), con una dinamica più favorevole per le grandi e le piccole imprese rispetto alle medie. L'aumento della redditività e il successo degli incentivi fiscali hanno spinto anche gli investimenti che, dopo aver toccato il fondo nel 2013, sono aumentati in rapporto alle immobilizzazioni materiali fino al 6,7% (5,6% nel 2014, si veda la Figura 1.3).
La redditività netta delle PMI è tornata a livelli vicini a quelli del 2008 (*return on equity* medio pari a 8,6%), con risultati migliori per il gruppo delle medie imprese, che annullano il divario con le grandi società. Solo il 21,5% delle piccole imprese e il 15,5% delle medie ha chiuso il bilanco 2015 in rosso.
Il miglioramento della redditività netta è attribuibile alle dinamiche positive della produttività del lavoro (ma non al relativo costo unitario che è aumentato) e all'ulteriore riduzione del costo del debito.
I segnali del 2016, in attesa della pubblicazione dei bilanci, sembrano ottimistici: l'ISTAT rileva un aumento annuale tendenziale del fatturato nell'industria pari al 3,9%, soprattutto grazie alla domanda interna per beni di consumo e beni strumentali. Il traino arriva soprattutto dai settori della fabbricazione di mezzi di trasporto (+13,6%).

[3] Fonte: Rapporto Cerved PMI 2016

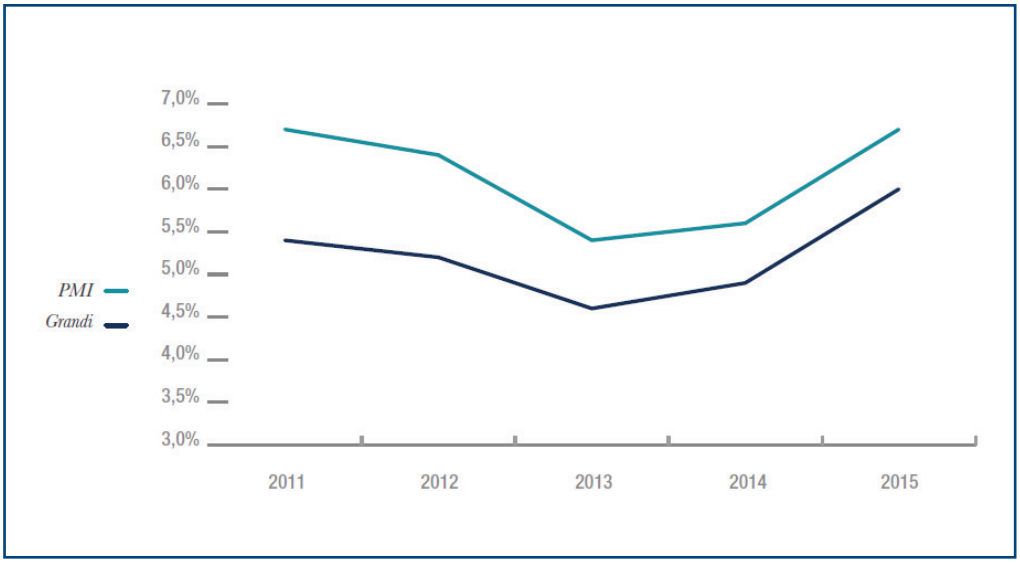


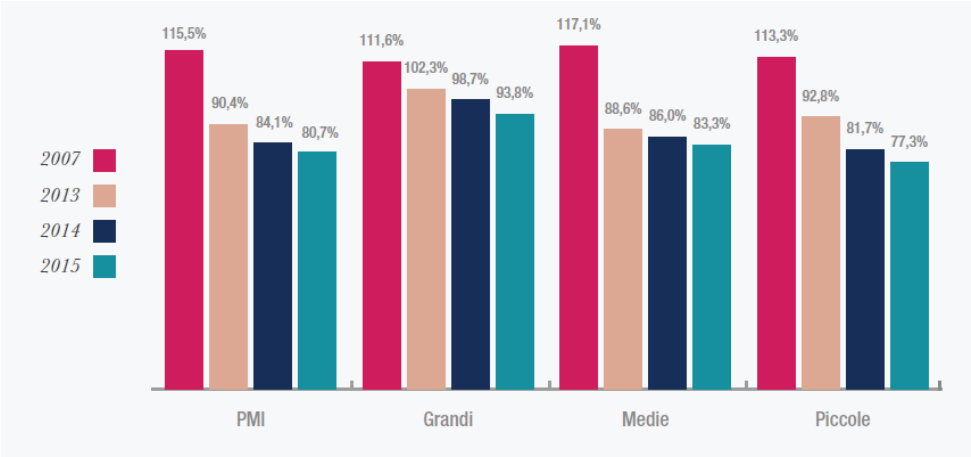
Figura 1.3

Rapporto tra nuovi investimenti e immobilizzazioni materiali dal 2011 al 2015: confronto grandi imprese / PMI. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2016

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 1.4

Rapporto fra debiti finanziari e capitale netto per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2016



Vittorio Fiore (Deloitte)

"Nei prossimi anni la prevista normalizzazione della politica monetaria e la conseguente possibile contrazione del credito bancario potrebbero favorire un ulteriore avvicinamento delle PMI al mercato dei mini-bond, superando così resistenze anche di tipo culturale nell'utilizzo di tale strumento da parte delle imprese"

L'indebitamento e la disponibilità di credito

Il 2015 ha visto un nuovo generalizzato calo della leva finanziaria per le società italiane, confermando il *trend* descritto nei Report precedenti.

La Figura 1.4 evidenzia che per le PMI il valore medio della leva finanziaria (definita come rapporto fra debiti finanziari e capitale netto) è passato dal 115,5% del 2007 all'80,7% nel 2015 (77,3% per le sole piccole imprese). Più che a una riduzione dello *stock* di debito, il risultato sembra essere dovuto alla migliore patrimonializzazione delle imprese.

La continua riduzione dei tassi di interesse sul mercato ha permesso alle imprese di tutte le classi dimensionali di ridurre l'incidenza degli oneri finanziari rispetto ai margini. Per le PMI tale rapporto è sceso nel 2015 al valore medio di 16,9%.

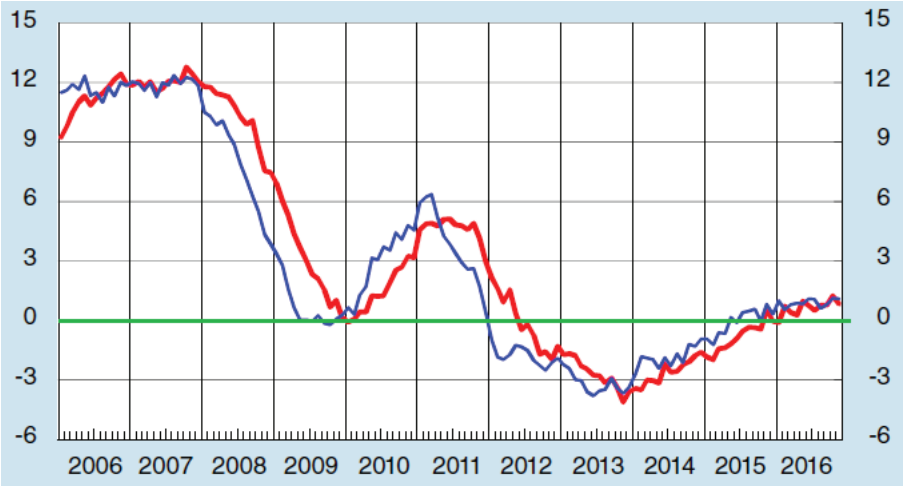
Focalizzando sulla disponibilità di credito, i dati diffusi da Banca d'Italia nella Relazione annuale presentata il 31 maggio 2016 e riportati in Figura 1.5 mostrano che nel 2015, dopo un triennio di marcata contrazione, si è arrestata la riduzione dei prestiti bancari erogati alle imprese non finanziarie (-0,7% rispetto al 2014). Limitando l'attenzione al solo comparto manifatturiero, si è registrato addirittura un aumento (+1,6%); continuano a soffrire però le microimprese (-2,5%).

Nel 2016 l'offerta di credito si è ulteriormente allargata per stabilizzarsi a fine anno. A fine novembre 2016 secondo la Banca d'Italia lo *stock* di prestiti alle imprese non finanziarie italiane ammontava a € 786 miliardi, praticamente invariato rispetto alla situazione di novembre 2015, ma ancora ben lontano rispetto alla disponibilità pre-crisi.

A seguito delle misure espansive dell'Eurosistema, il costo del credito si colloca su livelli minimi nella storia. A fine 2016 il tasso medio annuale sui nuovi prestiti alle imprese è sceso all'1,6%. Il differenziale con l'area dell'euro si è pressochè azzerato per i prestiti alle

Figura 1.5

Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello *stock* disponibile dal 2006 al 2016 su base trimestrale (blu) e su base annnuale (rosso) Fonte: Banca d'Italia



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

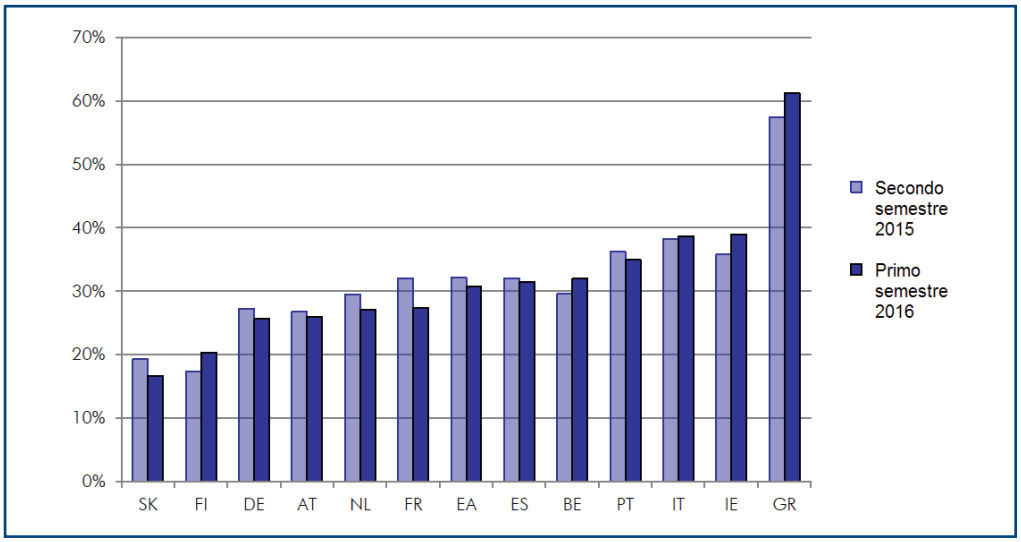


Figura 1.6

Percentuale delle PMI che individuano nell'accesso al capitale un problema molto rilevante, in vari paesi UE. Fonte: EIF, "European Small Business Finance Outlook", December 2016

imprese.
Il miglioramento delle prospettive dell'economia si riflette favorevolmente, anche se in maniera graduale, sulla qualità del credito: nel terzo trimestre del 2016 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti alle imprese è diminuito del 4,1%.
In un'ottica comparativa europea, il problema del razionamento del capitale rimane un tema di grande attualità. la Figura 1.6 mostra i risultati dell'indagine annuale promossa dal Fondo Europeo per gli Investimenti, dalla quale si evince che in Italia quasi il 40% delle PMI continua a soffrire un *gap* finanziario, e solo in Irlanda e Grecia la percentuale è superiore.

La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

La situazione di estremo favore del costo del capitale sul mercato ha spinto ulteriormente l'emissione di obbligazioni da parte delle imprese non bancarie nel 2016 (si veda la Figura 1.7). Le emissioni lorde hanno sfiorato € 79 miliardi, ad un passo dal *record* del 2012; al netto dei rimborsi di titoli, il saldo è comunque positivo, pari a € 1 miliardo, al contrario del biennio precedente.
Nell'ambito delle passività finanziarie (mezzi di terzi) i titoli del mercato mobiliare, ovvero obbligazioni e cambiali finanziarie, rappresentano ormai una frazione superiore al 10% nell'universo delle imprese industriali[4], anche se focalizzando l'attenzione solo sulle PMI questo numero è del tutto trascurabile: secondo le stime del nostro Osservatorio nel 2016 le piccole e medie imprese italiane hanno raccolto con titoli mobiliari di debito poco più di € 600 milioni, raddoppiando il controvalore totale cumulato degli anni precedenti. Si tratta di un risultato ancora modesto, ma che segna un *trend* favorevole.

[4] Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico

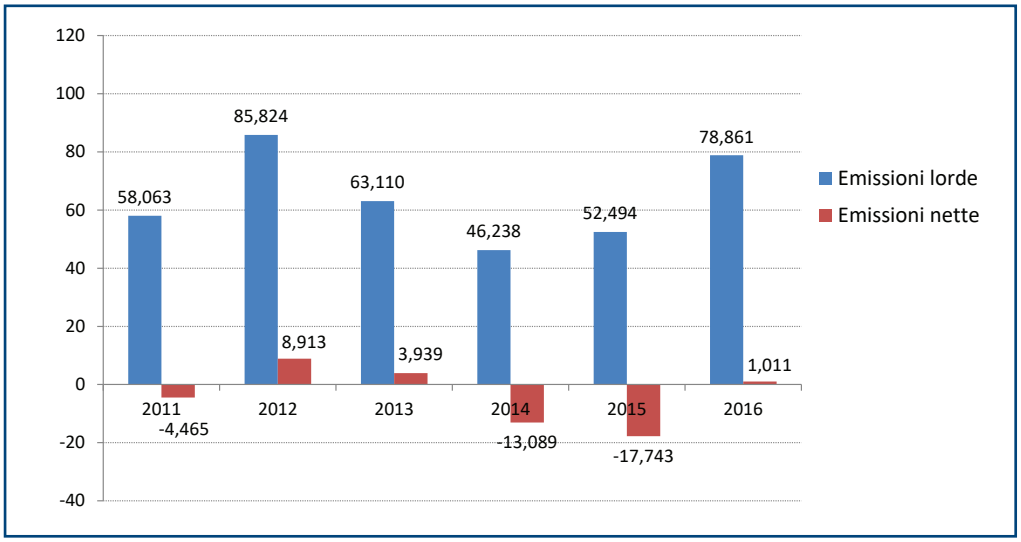


Figura 1.7

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non bancarie dal 2011 al 2016 (dati in miliardi EUR.) Fonte: Banca d'Italia

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

L'evoluzione della normativa nel 2016 e i PIR

Nel 2016 non si sono registrati nuovi interventi normativi di rilievo specifico per il mondo dei mini-bond. Nel corso dell'anno è stata prospettata la possibilità di elevare da € 1,5 milioni a € 2,5 milioni l'importo massimo garantibile per singola azienda emittente di mini-bond da parte dello Stato, attraverso l'intervento del Fondo Centrale di garanzia per le piccole e medie imprese (ma al momento è solo un'ipotesi).
Forse la novità più interessante del 2016 è stata l'introduzione dei PIR (piani individuali di risparmio). Si tratta di una nuova forma di risparmio fiscalmente incentivato già presente in alcuni Paesi esteri (ad esempio nel Regno Unito, con gli *Individual Saving Account* ISA) e introdotto in Italia con la Legge 232/2016, con l'obiettivo di favorire l'afflusso di risorse finanziarie verso l'investimento nell'economia reale. Per godere dell'esenzione fiscale su *capital gain* e imposte di successione è necessario che il portafoglio di investimento sia mantenuto per cinque anni, e che esso sia composto per almeno il 70% da titoli di imprese italiane o con stabile organizzazione in Italia (di questo 70% almeno il 30% deve essere relativo a imprese non quotate nell'indice FTSE MIB, fra cui tipicamente quelle che emettono mini-bond). L'importo massimo dell'investimento non deve superare € 30.000 all'anno. È dunque prevedibile che l'industria dei mini-bond venga favorita da questa nuova opportunità; come è noto, i mini-bond non possono essere oggetto di offerta al pubblico, ma trovano spazio adeguato negli OICR (Organismi di Investimento Collettivo nel Risparmio) e non a caso sono diverse le società di gestione che hanno annunciato l'istituzione di fondi dedicati ai PIR (fra gli altri Intermonte, Anima, Pioneer, BNP Paribas, Eurizon).
La Tabella 1.1 riassume il *framework* normativo rilevante per i mini-bond: rimandiamo alla prima edizione del Report per una trattazione più specifica delle singole norme.

Tabella 1.1
Riassunto delle principali innovazioni legislative introdotte sui mini-bond dal 2012 ad oggi

Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 'Sviluppo' e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	• Eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni • Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario • Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate • Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"
D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'	• Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori • Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di mini-bond ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative • Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI • Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
D.L. 91/2014 'Competitività'	• Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione • Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri • Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purchè collocati da investitori istituzionali • Estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Il mercato borsistico ExtraMOT PRO

Il mercato ExtraMOT PRO nasce nel febbraio 2013 come segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana (si veda la Figura 1.8) in cui possono essere quotati *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie e strumenti partecipativi. È quindi il listino ideale anche per i mini-bond. Tecnicamente non si tratta di un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un 'sistema di scambi organizzato' (*multilateral trading facility*) attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di *settlement* automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea. Esso è accessibile, quindi, solo agli investitori istituzionali.
ExtraMOT PRO è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, assicurazioni, enti pubblici e loro controllate; ad esse viene data la possibilità di comunicare periodicamente con gli investitori, in modo trasparente e standardizzato.
Il costo di ammissione per ogni strumento è particolarmente contenuto (€ 2.500 *una tantum*), indipendentemente dalla durata del titolo. Se il titolo è già quotato su altri mercati (*dual listing*) il corrispettivo si riduce a € 500. Non sono obbligatorie poi figure di intermediari previste in altri segmenti quali ad esempio il *listing partner* o il *liquidity provider*.
La flessibilità deriva da requisiti di ammissione meno stringenti rispetto al mercato regolamentato MOT, aperto anche agli investitori *retail*. Tutto ciò si traduce in maggiore rapidità e costi indiretti di quotazione più bassi. Inoltre il contesto informativo e infrastrutturale viene modulato a seconda delle esigenze dell'investitore (è possibile quindi pubblicare il Prospetto piuttosto che il Documento di Ammissione, in lingua inglese o italiana; si possono adottare i principi contabili domestici od internazionali; il *clearing* può essere domestico o internazionale; si può prevedere uno specialista a supporto della liquidità oppure no).
Il listino promuove ExtraMOT PROLinK, una piattaforma *web* centralizzata ospitata sul sito Internet di Borsa Italiana dove investitori e imprese possono incontrarsi e accedere a tutte le informazioni rilevanti.
La novità più interessante di ExtraMOT PRO nel 2016 è stata l'introduzione anche sul segmento professionale della procedura di distribuzione diretta ("Procedura OPS", si veda il Box 1.1), ideata nel marzo 2012 in occasione della prima emissione del BTP Italia. Essa consente ad un'emittente di collocare mini-bond attraverso la piattaforma tecnologica di ExtraMOT PRO per il tramite di un operatore incaricato aderente, accedendo così direttamente al vasto *network* di intermediari interconnessi al mercato, aggregatore di tutte le reti distributive bancarie.
Ricordiamo nelle prossime pagine gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei titoli nel segmento ExtraMOT PRO.

Il Documento di Ammissione
La società emittente ha l'obbligo di redigere un Prospetto o in alternativa un Documento di Ammissione. Il Prospetto deve rispondere alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004 in cui si definiscono le informazioni che devono essere contenute, il modello del Prospetto, aspetti relativi alla pubblicazione e alla diffusione. Generalmente il Prospetto viene preferito dalle grandi società che emettono obbligazioni con controvalore a partire da € 200 milioni. Il Documento di ammissione (raccomandabile per emissioni di taglia minore) deve invece seguire le disposizioni del regolamento del segmento ExtraMOT PRO (pubblicato su Internet). In entrambe i casi la società è invitata ad inviare a Borsa Italiana una bozza dell'elaborato per rendere più rapida la procedura di accettazione della richiesta di ammissione.
Il regolamento di ExtraMOT PRO prevede che il documento di ammissione contenga alcune informazioni fondamentali sui seguenti aspetti:
- persone responsabili della redazione del documento;
- fattori di rischio dell'emittente e dello strumento di debito;

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

• informazioni sull'emittente, struttura organizzativa e compagine azionaria;
• informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazione finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio;
• le caratteristiche degli strumenti finanziari;
• ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione.

Se l'impresa è già quotata su un mercato azionario, i primi quattro punti possono essere omessi.

I fattori di rischio indicativi che devono essere esplicitati nel documento di ammissione sono: i rischi connessi all'indebitamento; i rischi connessi al mercato in cui la società opera; i rischi dei *covenant* finanziari e impegni previsti nei contratti di finanziamento; i rischi connessi a eventuali contenziosi; i rischi legati alla appartenenza dell'emittente ad un gruppo di imprese (operazioni con parti correlate); i rischi connessi all'attuale congiuntura economica; i rischi di illiquidità delle obbligazioni nel caso in cui gli investitori iniziali non siano stati totalmente investitori professionali. Naturalmente questi fattori dipendono dalla specificità dell'azienda, dalla sua tipologia di *business* e dalle caratteristiche dei titoli.

La società è inoltre invitata a spiegare come intende investire o utilizzare il denaro raccolto in occasione dell'emissione.

Pubblicazione dei bilanci

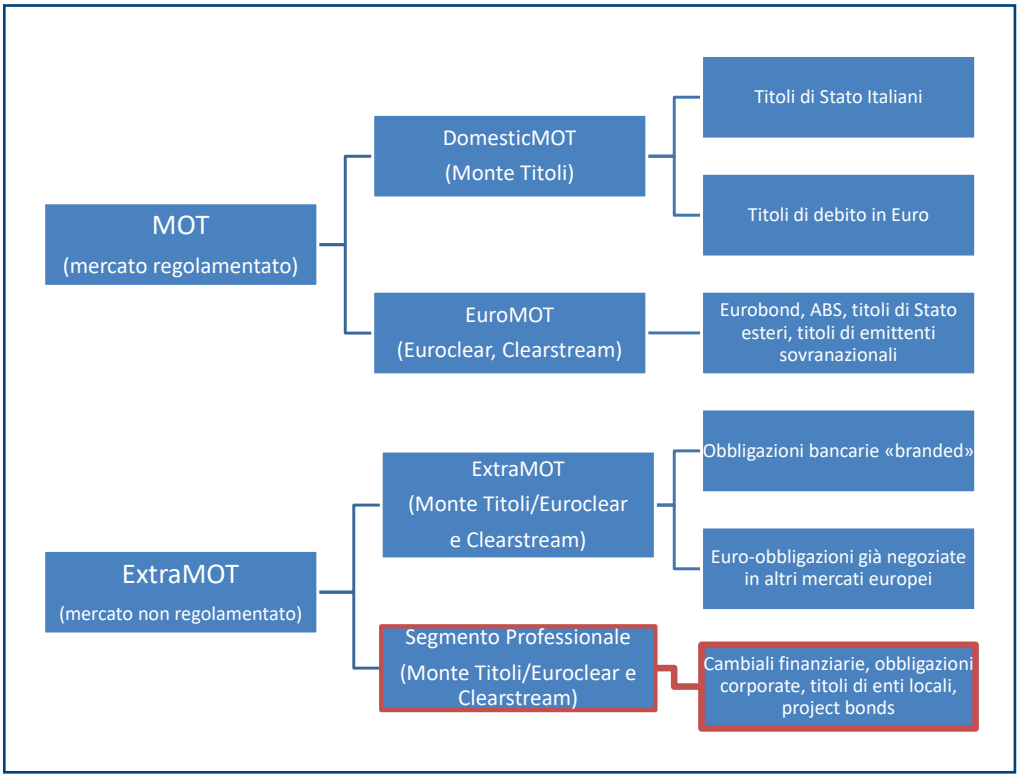
La società emittente è chiamata alla pubblicazione dei propri bilanci d'esercizio, compresi quelli consolidati se disponibili, degli ultimi due esercizi contabili, di cui l'ultimo soggetto alla revisione legale di una società di revisione o ente iscritto all'Albo nel rispetto della normativa descritta nel D.L. 39/2010. Deve inoltre prevedere sul proprio sito Internet una sezione dedicata agli investitori. Su tale sito la società deve pubblicare il Prospetto informativo o il Documento di ammissione, almeno entro la sera precendente l'avviso di ammissione alle negoziazioni (quindi circa due/tre giorni prima della data prevista di quotazione su ExtraMOT PRO).

Attribuzione del codice ISIN

La società deve ottenere la dematerializzazione dei titoli (attraverso un soggetto autorizzato quale la Monte Titoli) e richiedere a Banca d'Italia l'attribuzione di un codice ISIN,

Figura 1.8

Il posizionamento di ExtraMOT PRO rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana. Fonte: Borsa Italiana



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 1.1

La 'Procedura OPS' su ExtraMOT PRO

A partire dal 24 ottobre 2016 è entrata in vigore una modifica al Regolamento ExtraMOT che introduce anche per il segmento professionale la procedura di distribuzione diretta (d'ora in poi 'Procedura OPS'), ideata nel marzo 2012 in occasione della prima emissione del BTP Italia e successivamente estesa anche alle società emittenti, *corporate* e bancarie così come sovranazionali o governative sul mercato regolamentato MOT.
Attraverso la piattaforma tecnologica di ExtraMOT PRO le imprese possono ora collocare i propri mini-bond per il tramite di un operatore incaricato aderente.
Il processo prevede un iniziale periodo di distribuzione nel quale vengono conclusi dei contratti condizionati al buon esito dell'operazione. Al termine di tale periodo e verificato il soddisfacimento di tutte le condizioni necessarie all'emissione degli strumenti, l'ammissione al mercato diventa definitiva ed automatica e viene stabilita dunque la data di inizio delle negoziazioni.
Il servizio, garantendo continuità fra mercato primario e secondario ed essendo totalmente automatizzato, dall'inserimento dell'ordine al regolamento dei contratti, semplifica e rende lineare l'intero processo di emissione, compresa l'attività di trasferimento dei proventi di emissione.
La piattaforma è in grado di garantire la strutturazione dell'offerta in modo totalmente modulabile secondo l'interesse delle parti coinvolte nell'operazione, decidendo sia la durata dell'offerta sia la modalità di adesione per gli investitori professionali (negoziazione in continua ovvero in asta).
La piattaforma è in grado anche di gestire le principali condizioni generalmente previste dal collocamento quali la chiusura anticipata, la proroga o la revoca dell'offerta, così come la definizione del *pricing* finale post-chiusura del collocamento e la possibilità di prevedere un sistema di riparto nel caso in cui gli ordini in acquisto eccedano il quantitativo in vendita.
La 'Procedura OPS' di ExtraMOT PRO consente alla società di avere accesso ad un costo competitivo al *network* di intermediari che operano sul mercato ed agli *arranger* di ampliare la propria gamma di servizi potendo operare da *dealer* sulle emissioni. Si creano i presupposti per successive ulteriori operazioni, senza precludere la possibilità di stipulare accordi di distribuzione con uno o più intermediari e di riconoscere una commissione specifica per il servizio offerto. Vi è poi il vantaggio dell'ottimizzazione e semplificazione del processo di regolamento grazie alla completa integrazione del mercato con Monte Titoli ovvero Euroclear/Clearstream. Infine la procedura garantisce l'assolvimento dei requisiti di ammissione alla successiva quotazione già dal momento dell'offerta.
Con la modifica regolamentare sopra illustrata, ExtraMOT è il primo *multilateral trading facility* (MTF) in Italia a mettere a disposizione la propria tecnologia per la distribuzione delle obbligazioni.

ovvero di un codice identificativo universale associato ai titoli (tali requisiti sono comuni anche ai mini-bond che non vengono quotati sul mercato borsistico). La richiesta può essere effettuata con un modulo *standard* e inoltrata via Internet al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito di Banca d'Italia.
Entro 48 ore la società riceve i codici di accesso con cui può richiedere l'assegnazione del codice ISIN attraverso l'applicazione *online* FEAT. La società deve allegare alla richiesta il Regolamento del prestito, il verbale dell'organo di amministrazione che ha approvato la delibera dell'emissione, una dichiarazione in cui si accetta il ruolo di sottoscrittori da parte degli investitori istituzionali.
La documentazione prodotta viene considerata provvisoria e poi dovrà essere ritrasmessa in formato definitivo.

La richiesta di ammissione

La società emittente deve redigere su carta intestata la domanda di ammissione utilizzando il modello predisposto da Borsa Italiana, sottoscritto dal legale rappresentante. La richiesta deve contenere una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei titoli seguendo gli schemi dettati da Borsa Italiana; deve poi essere allegato il Documento di Ammissione o il Prospetto, ovvero va indicato dove reperirlo. All'interno della domanda dovranno essere indicati il nome del referente informativo e di un suo sostituto, e il sito Internet dove verrà messa a disposizione l'informativa.
Rimane facoltativa la nomina di un operatore specialista che sostenga la liquidità dei

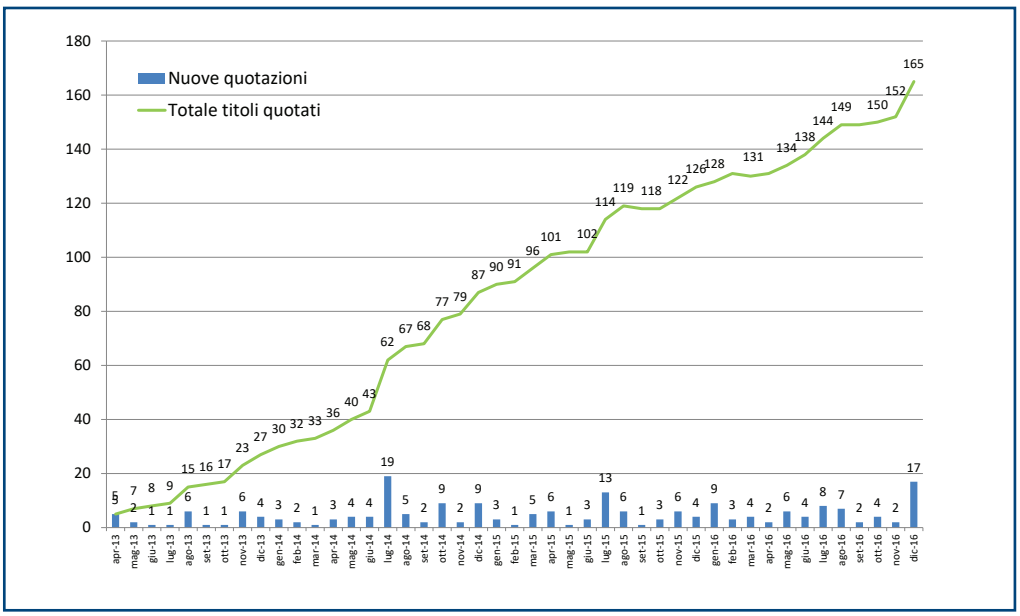
Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

titoli (il cosiddetto *market maker*).
I titoli di debito per poter essere ammessi alle negoziazioni devono essere liquidabili o su Monte Titoli o su Euroclear/Clearstream. Per questo, parallelamente all'istruttoria condotta da Borsa Italiana, subito dopo la richiesta del codice ISIN, l'emittente deve procedere alla richiesta di accentramento dei titoli.
Infine viene pubblicato l'avviso di avvenuta ammissione dei mini-bond alla negoziazione su ExtraMOT PRO. Le prime negoziazioni partiranno di norma dal primo giorno lavorativo successivo alla data di pubblicazione dell'avviso.

Adempimenti post-quotazione
A seguito della quotazione dei mini-bond, l'emittente si deve impegnare a pubblicare regolarmente sul proprio sito Internet:
• il bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla fine dell'esercizio contabile;
• eventuale assegnazione di *rating* pubblico o modifiche del giudizio di *rating*;
• informazioni relative alla società che possano influenzare il valore dei mini-bond (le informazioni '*price-sensitive*');
• modifiche delle caratteristiche dell'emissione, o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;
• l'informativa tecnica sui titoli, che includa le informazioni sul calcolo degli interessi, l'eventuale rimborso anticipato dei titoli, ed altre eventuali opzioni (queste informazioni devono essere consegnate anche a Borsa Italiana). In caso di rimborso anticipato, la comunicazione deve avvenire almeno tre giorni prima del rimborso.

Alcune statistiche relative al 2016
Alla data del 31 dicembre 2016, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su ExtraMOT PRO 165 titoli (si veda la Figura 1.9) emessi da 137 imprese, per un valore nominale complessivo di € 6,241 miliardi. Alla fine dell'anno precedente risultavano invece in quotazione 126 titoli emessi da 110 società per un valore nominale complessivo di € 5,350 miliardi. I titoli in contrattazione erano in gran parte obbligazioni, ma troviamo anche cambiali finanziarie (si veda per un approfondimento il Box 3.1 a pagina 42).
Le nuove quotazioni nel 2016 sono state 68, e i *delisting* 29, legati in 18 casi a titoli in scadenza nel corso dell'anno, in 10 casi al rimborso anticipato di obbligazioni *callable*, in 1 caso al *default* della società Grafiche Mazzucchelli SpA (si veda il Box 2.3 a pagina 36).
È interessante osservare il numero di strumenti che sono stati quotati durante il 2016 e sono scaduti dopo alcuni mesi entro la fine dell'anno (7) a testimoniare un interesse da

Figura 1.9
ExtraMOT PRO: flusso delle ammissioni e numero totale di titoli quotati (al netto dei *delisting*) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2016. Fonte: Borsa Italiana



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 1.2

I mini-bond come 'anticamera' alla quotazione in Borsa

È ormai chiaro che l'emissione di un mini-bond è per molte imprese una tappa di avvicinamento alla quotazione sui listini azionari, quasi come un 'esercizio' in preparazione all'apertura di un canale relazionale con gli investitori presenti sul mercato diffuso.
Non è un caso che un numero significativo di emittenti di cambiali finanziarie e obbligazioni siano anche iscritte al programma ELITE di Borsa Italiana, lanciato nel 2012 per supportare imprese eccellenti in tutte le fasi del proprio ciclo di vita affiancandole in un percorso di crescita per esprimere il loro potenziale.
Il programma ELITE offre azioni di formazione e di affiancamento attivo, aprendo l'accesso a un *network* di investitori istituzionali attraverso il London Stock Exchange Group, in preparazione - anche ma non esclusivamente - alla quotazione in Borsa. ELITE ha ormai coinvolto 483 imprese (di cui 303 italiane) con piani ambiziosi di crescita e motivate ad affrontare cambi culturali, organizzativi, comunicativi, di *governance* e manageriali necessari per attrarre finanziatori italiani ed esteri.
Ben 31 imprese che hanno collocato mini-bond fra le 222 censite dal nostro Osservatorio (si veda il Capitolo 3) risultano avere partecipato al programma ELITE. Di queste, due (Bomi SpA e GPI SpA) si sono effettivamente quotate in Borsa (in particolare su AIM Italia) dopo il collocamento dei titoli di debito mentre una terza (Giglio Group) ha emesso il mini-bond qualche mese dopo la quotazione.
Va segnalato che negli scorsi mesi è stata annunciata la creazione di una piattaforma tecnologica (ELITE Club Deal) che permetterà alle imprese iscritte al programma di interfacciarsi direttamente con i possibili investitori, anche nell'ottica di sottoscrizione di mini-bond.

parte delle imprese a raccogliere capitale sul mercato mobiliare anche nel breve termine. Inoltre è interessante osservare che un discreto numero di titoli rimborsati in anticipo si riferiscono a emissioni collocate negli anni precedenti da imprese quali IVS Group, Rhino Bondco, TeamSystem, Cerved Group, SISAL Holdin e Gamenet, che sono state oggetto di importanti operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni o quotazione in Borsa. Il Box 1.2 introduce un approfondimento specifico sulla relazione fra emissione di mini-bond e quotazione sui listini azionari.
Nel 2016 si è dunque confermata la progressiva crescita del mercato, grazie ad un flusso 'stabile' di nuove ammissioni, con un vero e proprio *exploit* in dicembre (ben 17 ammissioni, si veda ancora la Figura 1.9).
Va ricordato che i collocamenti di maggiore dimensione quotati su ExtraMOT PRO sono stati effettuati sul mercato lussemburghese rivolgendosi ad un *parterre* internazionale di potenziali investitori, con una doppia linea di quotazione in ossequio alle disposizioni della Rule 144 del Securities Act in vigore negli USA. Inoltre è opportuno segnalare che alcuni titoli quotati su ExtraMOT PRO (in particolare le emissioni di maggiore dimensione) non sono considerati come 'mini-bond' in base alla nostra metodologia di

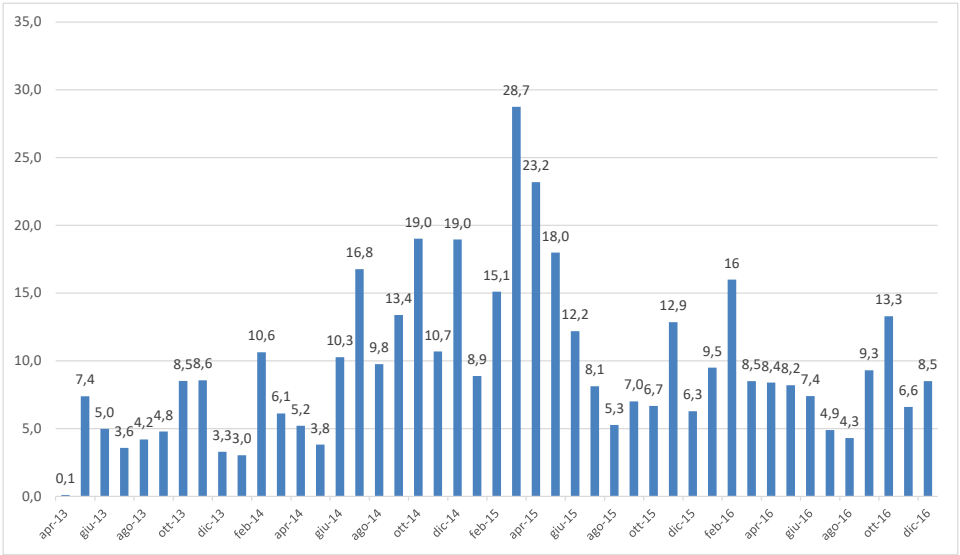


Figura 1.10

Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile degli scambi (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2016. Fonte: Borsa Italiana

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

ricerca e quindi non vengono considerati nelle statistiche relative ai capitoli successivi. All'opposto, non tutti i mini-bond vengono quotati in Borsa.
Nel corso del 2016 su ExtraMOT PRO si sono registrati scambi attraverso 978 contratti, per un controvalore di € 105 milioni. Il controvalore medio di ogni contratto è dunque pari a € 107.110. Nel 2015 i contratti erano stati 1.253 e il controvalore complessivo è stato pari a € 152 milioni.
La Figura 1.10 mostra il controvalore mensile delle contrattazioni. Si tratta di numeri che rimangono contenuti, ma occorre considerare che si tratta di un mercato aperto solo a investitori istituzionali, che il più delle volte operano con una logica '*buy-and-hold*', come appare chiaro nel caso dei fondi chiusi di *private debt*.
Nel dettaglio, i titoli che hanno registrato compravendite nel 2016 sono stati 53, contro i 42 dell'anno precedente. Quelli più scambiati sono stati emessi da: Manutencoop (130 contratti per € 12,7 milioni), Marcolin (94 contratti per € 9,5 milioni), Trevi Group (74 contratti per € 7,3 milioni), Maccaferri (72 contratti per € 6,6 milioni), Ferrarini (57 contratti per € 6,3 milioni).

I mini-bond in Europa nel 2016

È interessante fare il punto della situazione dei mercati borsistici dedicati ai mini-bond negli altri Paesi europei.
In Regno Unito dal 2010 il London Stock Exchange ha attivato una piattaforma di negoziazione per le obbligazioni destinate ad un pubblico *retail* (Order book for Retail Bonds, ORB). Come suggerisce il nome, si tratta però di un listino regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID e aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di ExtraMOT PRO. I requisiti di ammissione infatti sono gli stessi applicabili al listino borsistico principale. Il taglio di investimento è però molto piccolo, anche 100 sterline, e non può essere superiore a 10.000 sterline: per questo viene spesso indicato come *benchmark* per i mini-bond. È inoltre obbligatoria la presenza di un *market maker* per assicurare liquidità al titolo.
A fine 2016, il mercato ORB contava nella sua *track record* 107 emissioni[5] (di cui poche, solo 3, avvenute nel corso dell'anno). I responsabili di ORB stimano che, in base a loro analisi, il mercato possa risultare efficiente per emittenti che hanno bisogno di raccogliere da 20 milioni di sterline in su.
Oltre ai mini-bond quotati, nel Regno Unito sono state diverse le emissioni anche di titoli non quotati, alcune delle quali cadute in disgrazia coinvolgendo numerosi investitori attratti dalle elevate prospettive di rendimento. Nel 2016 uno dei casi che ha sollevato maggiore attenzione è stato quello del gruppo Providence Financial, attivo nei servizi di *factoring* per le PMI. Dopo avere collocato due obbligazioni, con cedola annuale 7,5% e 8,25% attraverso veicoli societari localizzati a Guernsey, sottoscritte da 825 investitori UK per circa 8 milioni di sterline, la società non è stata in grado di rimborsare il debito ed è ora in amministrazione straordinaria.
Nel Regno Unito è possibile collocare mini-bond anche direttamente attraverso Internet. Secondo il report "Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report" pubblicato dal Centre for Alternative Finance dell'Università di Cambridge nel 2015 sul mercato sono stati raccolti 6,2 milioni di sterline attraverso offerte di mini-bond sulle piattaforme di *crowdfunding*, con una crescita del 47,6% rispetto al 2014. Il controvalore medio di ogni operazione è di 880.000 sterline. La piattaforma Crowdcube rimane il portale di riferimento; ha raccolto fino al 2016 15,4 milioni di sterline in 13 campagne finanziate da oltre 3.700 investitori[6]. Ma l'*exploit* è arrivato nei primi giorni del 2017 con il collocamento *record* di obbligazioni per 10 milioni di sterline (con durata 4 anni e cedola annuale 7,5%) effettuato dalla catena di birrerie artigianali BrewDog.

[5] Fonte: London Stock Exchange

[6] Fonte: Crowdcube Blog

In Germania esistono listini dedicati ai titoli di debito delle PMI (Mittelstand) nelle diverse piazze finanziarie: Entry Standard a Francoforte, Primärmarkt a Düsseldorf (suddiviso in tre segmenti in funzione dello *spread* di riferimento), Mittelstandsbörse

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Deutschland ad Amburgo-Hannover ed infine M:access bond a Monaco. A Stoccarda esiste un mercato regolamentato non ufficiale composto da diversi segmenti, uno dei quali è proprio dedicato ai mini-bond, il Bondm. Questo mercato, aperto nel 2010, permette la negoziazione di titoli di debito emessi da PMI destinati sia a investitori professionali che al pubblico *retail*. La sottoscrizione diretta sul mercato primario è permessa senza l'intervento obbligatorio di alcun *underwriter* istituzionale, anche attraverso un canale elettronico ('Bondm subscription box') che deve coprire obbligatoriamente non meno del 50% dell'emissione al fine di permettere agli investitori *retail* di avere la stessa opportunità di sottoscrizione rispetto a quelli professionali.
I titoli quotati nel Bondm hanno taglio minimo pari a € 1.000 e possono anche essere subordinati rispetto alle altre passività finanziarie dell'emittente, a patto che ci sia un *rating* pubblico relativo all'emissione.
L'ammissione al mercato Bondm prevede alcuni requisiti: la pubblicazione di un prospetto informativo approvato dall'Autorità di mercato, la nomina di un *coach* (intermediario che accompagna l'impresa durante l'operazione e garantisce l'assolvimento dei requisiti informativi), la presentazione del bilancio in forma estesa sottoposto a certificazione.
Il Bondm prevede un sistema di *market-making* per assicurare la liquidità dei mini-bond.
L'esperienza dei mini-bond in Germania è 'macchiata' ormai da tempo da numerosi *default*: su 164 emissioni si contano 34 casi di fallimenti, 8 casi di ristrutturazioni del debito e 13 casi di sostanziale insolvenza[7].

[7] Fonte: Finance-Magazin.de

In Francia i mercati finanziari dedicati alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono tre: i segmenti B e C del mercato regolamentato Euronext, e in più Alternext, un sistema multilaterale di negoziazione. Questi mercati sono destinati sia a investitori professionali che *retail* e prevedono una modalità di emissione dei mini-bond lanciata per la prima volta nel novembre 2012 con l'acronimo 'Initial Bond Offering'.
Il taglio minimo dei mini-bond è pari a € 100 e la durata deve essere compresa tra 5 e 10 anni. Il controvalore delle emissioni deve essere almeno pari a € 5 milioni su Alternext e € 10 milioni su Euronext.
L'emittente deve rispettare una serie di requisiti per la quotazione dei titoli: innanzitutto deve pubblicare un prospetto informativo certificato da un Regolatore qualificato. Se l'emittente non è già quotato in Borsa (o ha un capitalizzazione di Borsa inferiore a € 100 milioni) è necessario il *rating* pubblico. L'emittente deve inoltre presentare gli ultimi tre bilanci certificati.
Per la quotazione del titolo su Alternext è necessario il supporto di uno *sponsor* durante la fase di pre-quotazione, per garantire che l'impresa rispetti i requisiti informativi dopo il collocamento. Sono previsti anche altri due soggetti : l'*advisor* e l'*avocat*. Il primo svolge il ruolo di supporto alla redazione dei documenti e alla strutturazione dell'operazione, mentre il secondo è specializzato negli aspetti legali. Gli investitori *retail* possono sottoscrivere i titoli attraverso banche e *broker* durante una finestra di sottoscrizione di durata tra le 3 e 5 settimane. Una volta conclusa la sottoscrizione, i titoli sono ammessi a quotazione.
A fine 2016 risultavano quotati su Alternext Paris 38 titoli e su Alternext Brussels 43 titoli assimilabili ai mini-bond[8]. A questi si sommano altri 45 titoli scambiati sul Marchè Libre, un listino non regolamentato.

[8] Fonte: NYSE Euronext

Fra le novità più recenti, si segnala che in aprile 2016 il Governo francese ha promulgato una nuova normativa (Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse) che consente il collocamento di titoli obbligazionari via Internet su piattaforme di *crowdfunding* e la registrazione dei contratti di investimento nei mini-bond attraverso la tecnologia *blockchain* (si veda il Box 1.3). BNP Paribas Securities Services ha subito approfittato dell'opportunità annunciando il lancio di un *marketplace* che utilizza questa tecnologia, aperto alle imprese emittenti. Le prime sperimentazioni di pagamenti in diverse valute veicolati attraverso questa tecnologia sono state condotte a dicembre 2016 con successo e hanno coinvolto anche imprese italiane già clienti della banca. La sperimentazione proseguirà nel 2017.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 1.3

La tecnologia *blockchain* e il mondo dei mini-bond

La tecnologia chiamata *blockchain* è la base di funzionamento delle criptovalute come i Bitcoin. Una *blockchain* è simile a un 'libro contabile distribuito' all'interno di un *network*. Chi partecipa a questo *network* (nella versione di Bitcoin chiunque può parteciparvi) ha la possibilità di accedere alle registrazioni storiche di tutte le transazioni avvenute dal lancio del sistema al momento attuale. Questo sistema di '*shared ledger*', combinato con un processo matematico che garantisce il raggiungimento del consenso in forma distribuita anche in presenza di tentativi malevoli di frodi, ha di fatto consentito nelle transazioni finanziarie il superamento della necessità di una terza parte fidata e certificante (normalmente conservatorie, banche depositarie, banche centrali, assicurazioni, *clearing house*) nel garantire i pagamenti tra individui che tra loro non si conoscono né si fidano. Questo risultato è conosciuto come '*trustless network*'.
Bitcoin è una *blockchain* '*permissionless*' dove chiunque può entrare e operare; è pseudo-anonima, nel senso che i partecipanti compaiono nel *network* solo attraverso i loro indirizzi alfanumerici; è immutabile, ovvero è matematicamente impossibile modificare quanto riportato al suo interno. Tuttavia possono essere progettate *blockchain* con caratteristiche differenti, ad esempio '*permissioned*', o senza anonimità.
Una criptovaluta, all'atto pratico, non è altro che un *file* contenente un valore di credito ed il nome del suo proprietario, più altre informazioni sempre di natura alfanumerica. Si capisce quindi che è possibile usare questi *file* anche nel mondo dei mini-bond, al fine di creare un mercato secondario efficiente e poco costoso per obbligazioni illiquide o di dimensione troppo contenuta per poter ambire ad una quotazione su mercati borsistici regolamentati. La tecnologia *blockchain* potrebbe consentire inoltre la gestione ottimale di clausole e meccanismi particolari quali algoritmi di indicizzazione complessi per determinare l'importo delle cedole da mettere in pagamento nel futuro, opzioni di rimborso o di chiamata, *covenant*, garanzie su *collateral*, convertibilità.

In Spagna nel 2013 è stato aperto un mercato non regolamentato di titoli di debito dedicato alle PMI, il Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf), gestito dalla società Bolsa y Mercados Españoles.
Nel Marf sono quotate sia cambiali finanziarie che obbligazioni. Le obbligazioni sono destinate solo a investitori professionali, hanno taglio minimo pari a € 100.000 e possono essere emesse da società per azioni e società a responsabilità limitata.
Le imprese emittenti per essere ammesse alla quotazione sul Marf devono soddisfare dei requisiti: essere iscritte al registro delle imprese, fornire lo statuto societario e la delibera dell'emissione, pubblicare gli ultimi due bilanci annuali certificati e l'informativa sul rischio oppure sulla solvibilità fornite da agenzie autorizzate. In seguito alla quotazione l'emittente deve impegnarsi a pubblicare le informazioni *price sensitive*.
Durante il processo di emissione è prevista la figura dell'*advisor* che supporta l'emittente nel compito di rispettare le normative fino alla scadenza del titolo. Non è necessario il *rating*, ma bastano le informative citate prima su rischio o solvibilità. L'intervento del *liquidity provider* non è obbligatorio nel mercato secondario.
A fine dicembre 2016 risultavano quotati sul Marf 76 mini-bond, emessi da 29 società diverse (in gran parte si trattava di cambiali finanziarie)[9].

[9] Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

Altra esperienza già citata nei Report precedenti è quella della Norvegia, dove nel 2005 è nato un mercato non regolamentato, il Nordic ABM, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* fino a 12 mesi di durata (equivalenti alle cambiali finanziarie italiane). Il listino è suddiviso in due segmenti (uno aperto solo a investitori istituzionali, l'altro accessibile anche a investitori *retail*) in funzione del valore nominale del singolo titolo (rispettivamente superiore o inferiore a 500.000 corone norvegesi, circa € 55.000). Il taglio dell'emissione deve essere superiore a 2 milioni di corone norvegesi, ovvero circa € 220.000. La procedura di ammissione è molto simile a quella di ExtraMOT PRO. A fine 2016 risultavano quotati sul Nordic ABM più di 1.200 mini-bond (di cui però solo un'ottantina emessi da imprese industriali e commerciali)[10].

[10] Fonte: Oslo Børs

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che nel corso del 2016 hanno collocato sul mercato mini-bond, secondo la nostra definizione metodologica. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e analizzare eventuali *trend* significativi rispetto al passato. Allo stesso tempo vengono considerate anche le imprese che hanno emesso mini-bond negli anni precedenti, per analizzare come il capitale raccolto è stato finora utilizzato.

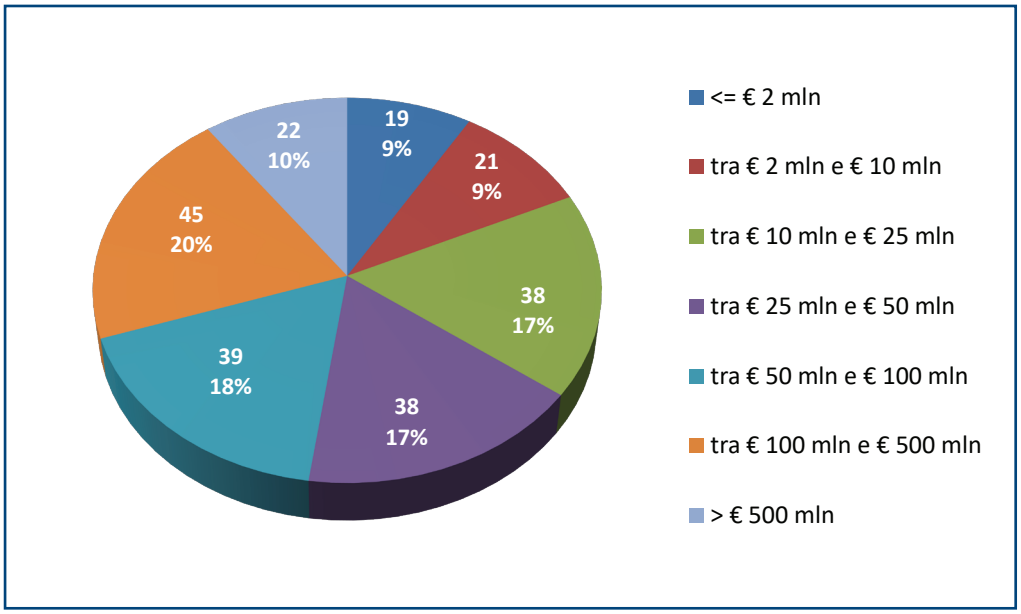
Il campione del 2016: statistiche descrittive

Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 11), nel corso del 2016 risultavano aver collocato mini-bond sul mercato italiano 88 imprese. L'elenco delle imprese è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 106). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più mini-bond. Si tratta di 13 società, le quali o hanno collocato titoli con diverse caratteristiche nello stesso istante, o si sono rivolte al mercato in momenti successivi. Nel 2015, invece, le imprese emittenti erano risultate 67. In valore assoluto si registra quindi un aumento consistente nel numero (+21 imprese).
Le emittenti del 2016 si suddividono quasi equamente fra PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo[1]) e non-PMI. Nel primo gruppo abbiamo 47 imprese (pari al 53,4%, in aumento rispetto al 43,3% del 2015).
Il campione del 2016 è composto da:
• 75 società per azioni S.p.A. (pari all'84,1% del totale, in riduzione rispetto all'89,5% dell'anno scorso);
• 11 società a responsabilità limitata S.r.l. (12,5% del totale, in aumento rispetto all'8,9% del 2015);
• 2 società cooperative (nel 2015 avevamo registrato 1 singolo caso).

[1] La Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea definisce le PMI come imprese il cui organico sia inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi EUR 50 milioni o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a EUR 43 milioni

Figura 2.1

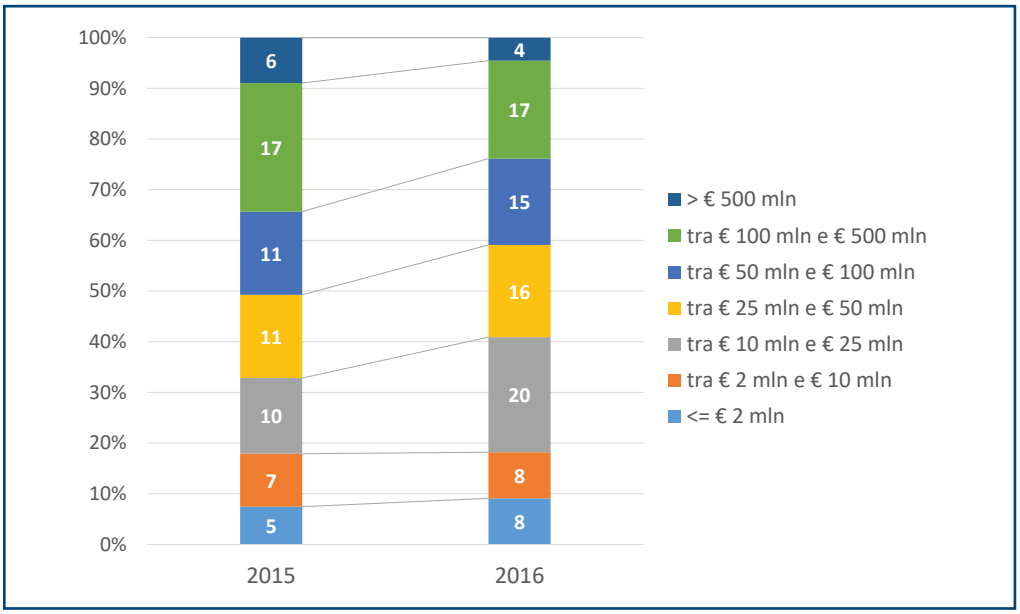
Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato. Campione: 222 imprese



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 2.2

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: confronto fra le emittenti 2016 e le emittenti 2015



Le imprese che per la prima volta hanno collocato mini-bond nel 2016 risultano essere 74, mentre 14 imprese non erano nuove all'esperienza.

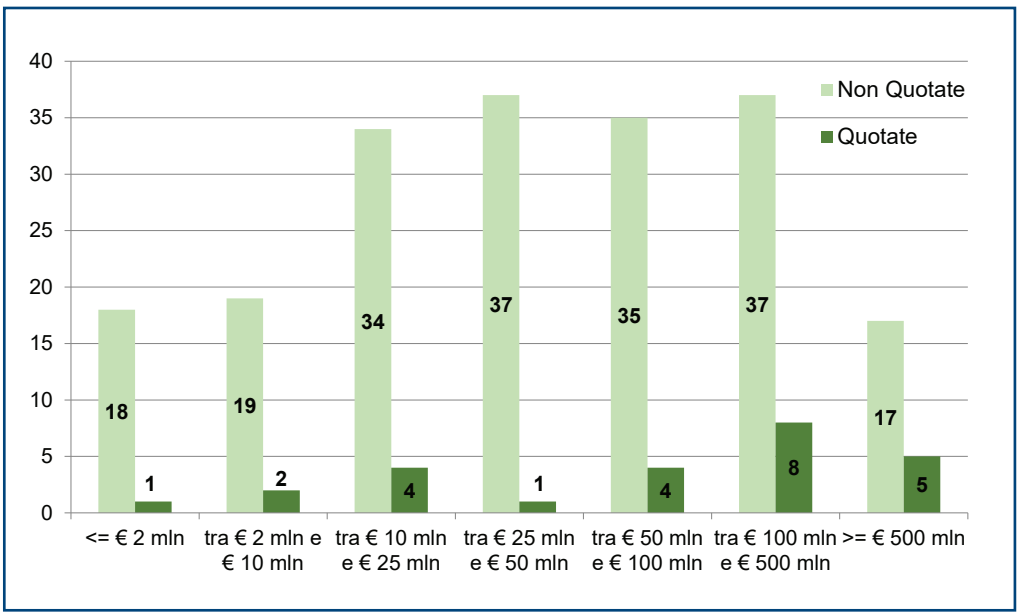
Le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2012 al 2016 hanno collocato mini-bond, formano un campione di 222 società. Di queste, l'85,6% sono società per azioni, l'11,3% sono società a responsabilità limitata, il 2,2% sono società cooperative, lo 0,9% sono veicoli esteri. Le PMI in totale sono 104, ovvero il 46,8%.

La Figura 2.1 segmenta il campione totale in funzione della dimensione dell'impresa, espressa dal fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione. Si noti che la classe più numerosa è quella fra € 100 e € 500 milioni (con 45 osservazioni, pari al 20% del totale) seguita dal gruppo fra € 50 e € 100 milioni (39 casi, pari al 18%). È interessante notare che 40 imprese mostravano un fatturato inferiore a € 10 milioni (di cui 19 addirittura con ricavi inferiori a € 2 milioni). Quest'ultima evidenza potrebbe risultare in contrasto con l'esclusione attuata dalla riforma dei mini-bond delle 'micro-imprese' ma si ricorda che per essere classificate come tali le società devono rispettare altri due requisiti relativi all'organico di addetti e alla consistenza dell'attivo di bilancio. Va da sè che le imprese in questione non rispettavano almeno uno di questi vincoli, e quindi hanno potuto collocare i mini-bond.

La Figura 2.2 evidenzia l'evoluzione del contesto dal 2015 al 2016. Si nota una tendenza alla riduzione del valore medio del fatturato: il gruppo di emittenti con fatturato com-

Figura 2.3

Segmentazione delle imprese emittenti fra quotate e non quotate sul mercato borsistico, per classe di fatturato consolidato. Campione: 222 imprese



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

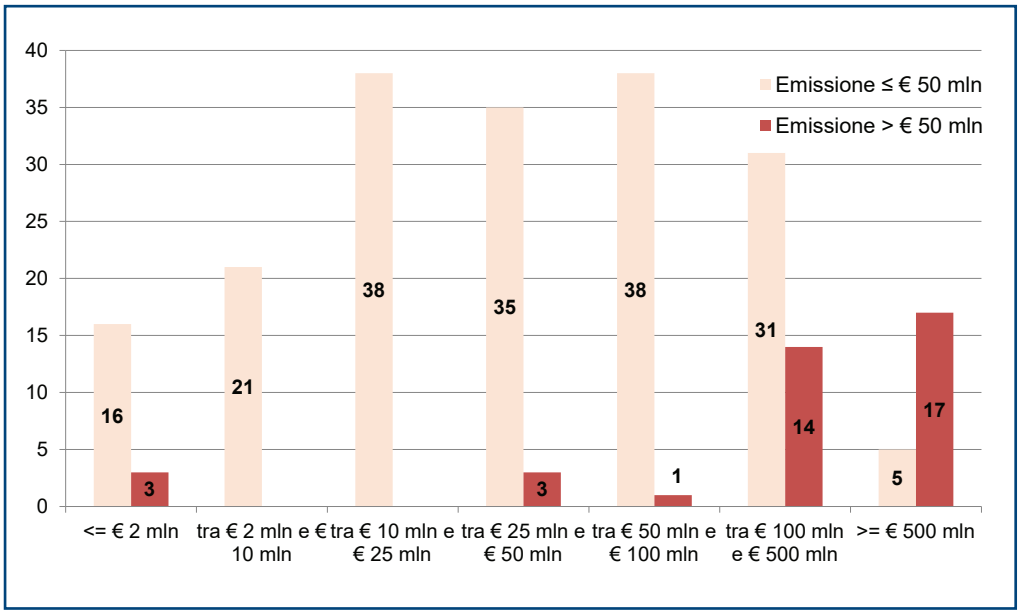


Figura 2.4

Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato (sulle ascisse). Campione: 222 imprese

preso fra € 10 milioni e € 25 milioni è raddoppiato; aumenta sensibilmente anche l'incidenza del gruppo compreso fra € 25 milioni e € 50 milioni mentre perdono molto peso le emittenti con fatturato superiore a € 100 milioni.

La Figura 2.3 suddivide il campione complessivo, considerando se il capitale di rischio dell'emittente è quotato in Borsa. Come si vede, abbiamo 25 imprese (l'11,3% del campione) che al momento dell'emissione di mini-bond erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 12 di esse erano quotate sul mercato telematico azionario di Borsa Italiano (di cui 5 sul segmento STAR), 1 sul listino MIV dedicato agli i*nvestment vehicles*, 10 erano quotate su AIM Italia, il segmento per le imprese a più bassa capitalizzazione (come le PMI) e 2 su un listino estero (Hong Kong e New York). Nel 2016 sono state 6 le imprese già quotate in Borsa che hanno condotto emissioni di mini-bond, esattamente come nel 2015.

La Figura 2.4 utilizza invece come variabile discriminante la dimensione dell'emissione, in termini di valore nominale del collocamento fatto dall'impresa. In particolare la soglia utilizzata è pari a € 50 milioni[2]. Anche in questo caso non sorprende la correlazione positiva fra fatturato e controvalore dell'emissione. Vi sono però casi di imprese che decidono di emettere mini-bond per un importo limitato rispetto al fatturato consolidato del gruppo (meno del 10% in 75 casi) così come abbiamo il caso di 25 imprese che hanno raccolto una somma superiore rispetto al proprio fatturato.

[2] Nel caso di imprese con più di una emissione registrata, per la statistica viene considerato il valore massimo delle diverse emissioni

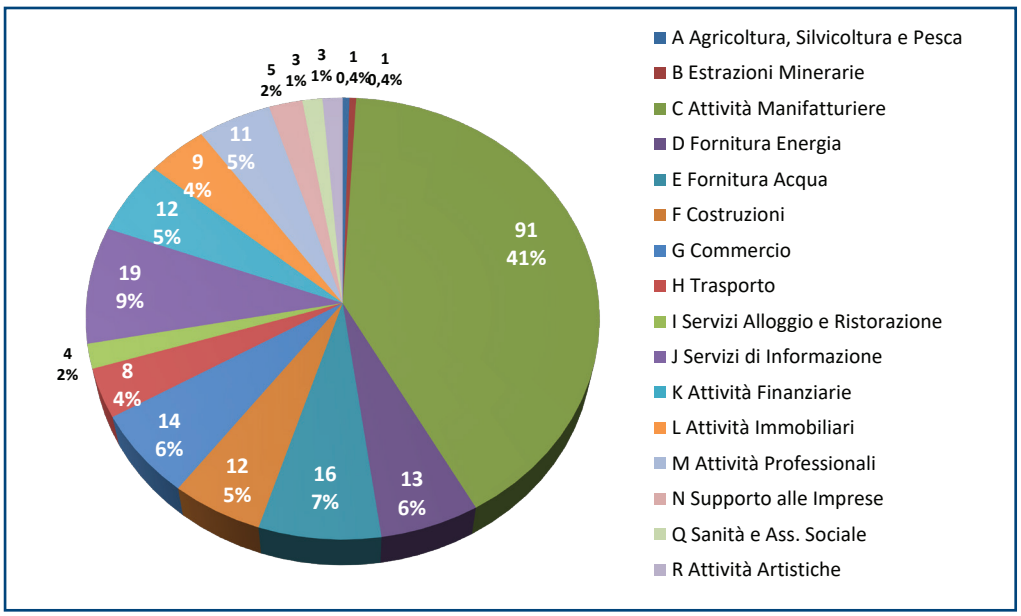


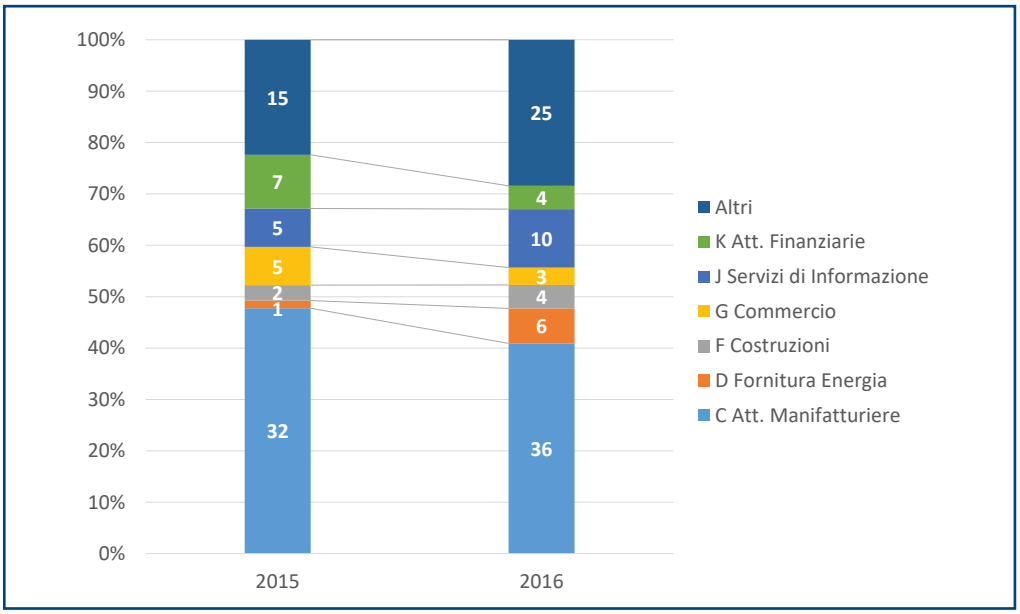
Figura 2.5

Segmentazione delle imprese emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 222 imprese

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 2.6

Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: confronto fra le emittenti 2015 e le emittenti 2016



Giovanni Scrofani (Zenit SGR)

"Nel corso dell'ultimo anno abbiamo assistito ad una importante evoluzione positiva del mercato. Le aziende emittenti si presentano oggi agli investitori in maniera più organizzata ed hanno iniziato un percorso virtuoso di avvicinamento alla trasparenza"

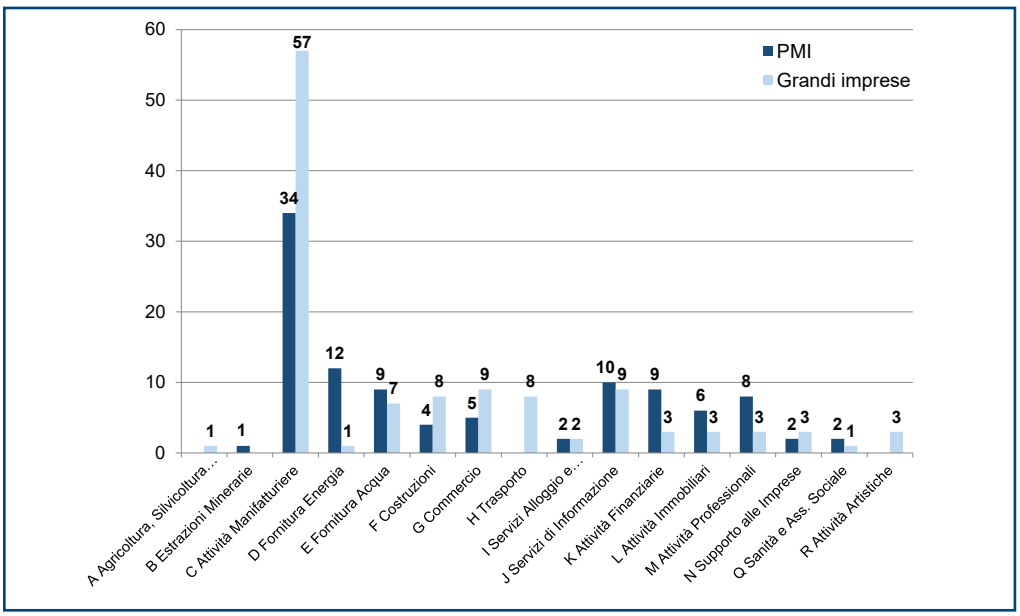
La Figura 2.5 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO. Si nota che il settore più rappresentato è quello delle attività manifatturiere (con 91 casi pari al 41% del campione), seguito dal gruppo 'sistemi di informazione e comunicazione' con 19 imprese (pari all'8,6%), seguono la fornitura di acqua con 16 imprese (in tal caso il dato è fortemente influenzato dalla duplice operazione '*hydro-bond*' effettuata nel 2014 e nel 2016; si veda il Box 2.1 a pagina 31). La Figura 2.6 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2015 al 2016 sempre per il settore di *business*. Il comparto del manifatturiero rimane il più significativo, ma perde rilevanza relativa (nonostante un aumento assoluto da 32 a 36 emittenti) a favore della fornitura di energia, dei servizi di informazione e dei settori minori. Si nota dunque una maggiore eterogeneità rispetto all'anno precedente.

Osservando invece la distinzione fra PMI e grandi imprese (si veda la Figura 2.7) risalta la concentrazione delle grandi imprese nel settore manifatturiero. Le PMI invece sono relativamente più disperse in diversi settori, soprattutto nella fornitura di energia.

La Figura 2.8 nell'ambito della suddivisione settoriale evidenzia la distribuzione fra società già quotate e non. Non si notano polarizzazioni particolari: le società quotate appartengono ai settori più rappresentativi del campione dal punto di vista numerico (con l'eccezione della gestione del ciclo idrico, dove le imprese sono tutte sotto il controllo pubblico).

Figura 2.7

Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività. Campione: 222 imprese



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

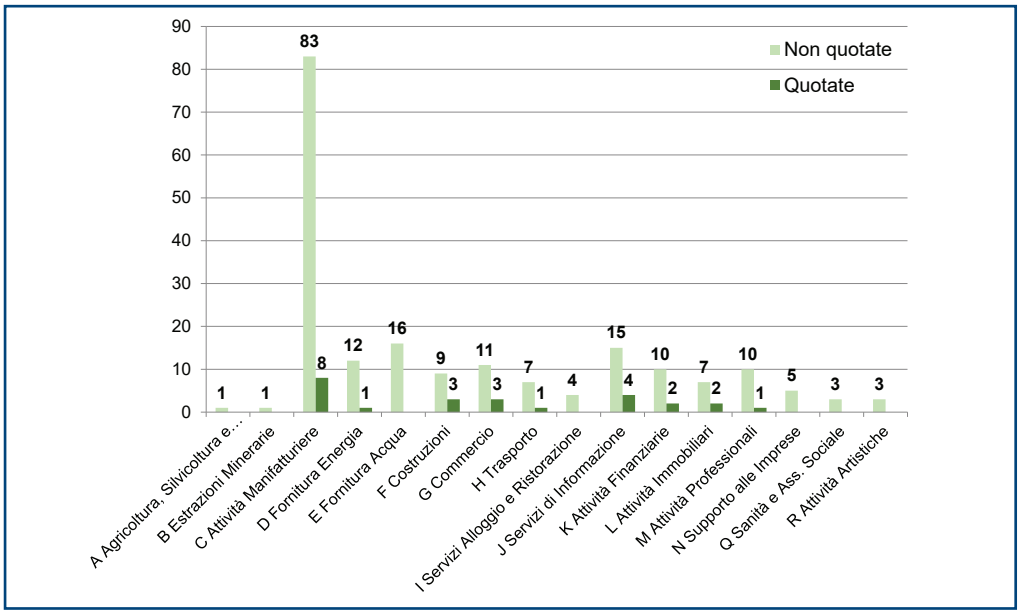


Figura 2.8

Segmentazione delle emittenti fra società quotate e non, per settore di attività. Campione: 222 imprese

La Figura 2.9 evidenzia che nel settore manifatturiero - pure dominato dalle grandi imprese - le dimensioni di collocamento tendono ad essere sotto € 50 milioni. L'incidenza dei collocamenti di maggiore dimensione è apprezzabile nel settore delle costruzioni e nelle attività artistiche.

Passando ora a esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, si conferma l'assoluta preponderanza delle regioni del Nord.
In Lombardia sono localizzate 64 società emittenti (il 28,8% dell'intero campione). Seguono Veneto, Trentino-Alto Adige ed Emilia Romagna. Nel complesso il 73,9% delle imprese che hanno emesso mini-bond fino al 31 dicembre 2016 risiedeva a nord degli Appennini. Nelle regioni del Centro emerge il Lazio (con 16 imprese). Nel Sud le imprese che hanno collocato mini-bond rappresentano ancora la minoranza (emerge la Campania con 10 emittenti). Abbiamo anche due emittenti che formalmente sono veicoli esteri, benchè il centro degli interessi d'affari sia senza dubbio in Italia (TE Wind SA e Rottapharm Manaus Ltd).
Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono quasi tutte al Nord o al Centro (solo 6 grandi imprese nel Sud). Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 32 imprese, seguita dal Trentino-Alto Adige (14) e dal Veneto (11).

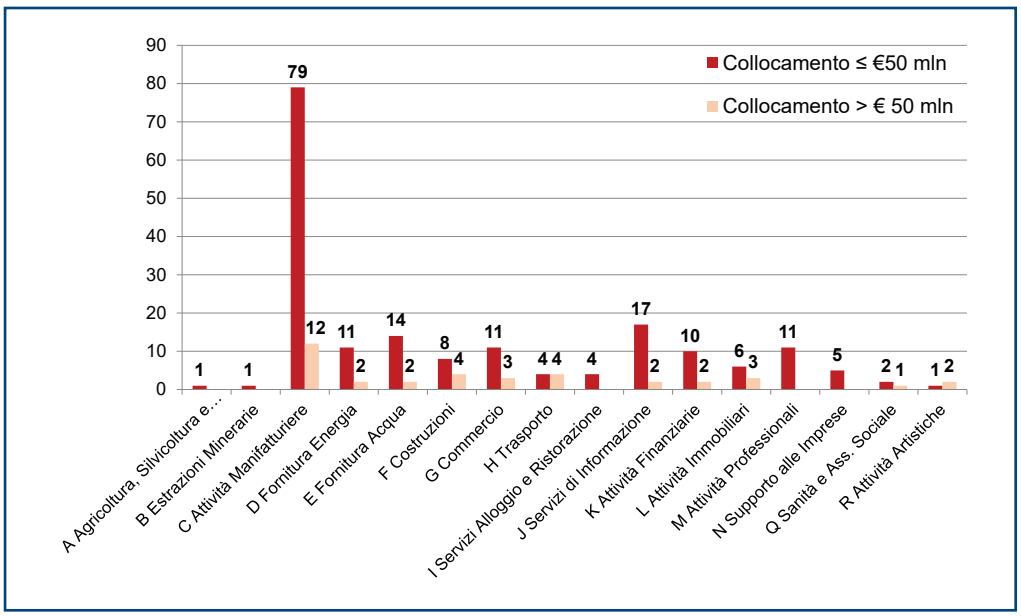


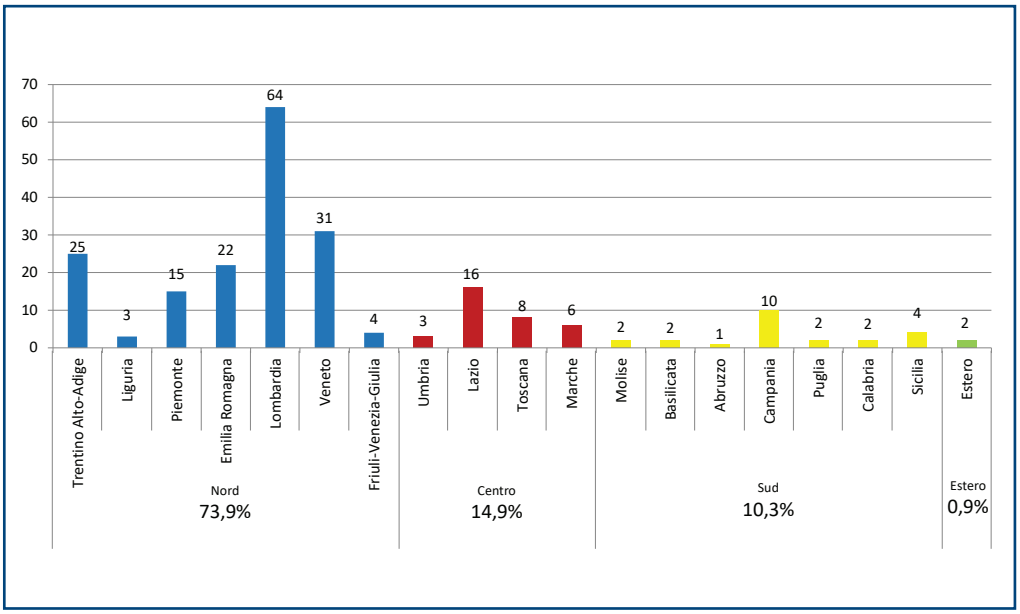
Figura 2.9

Segmentazione delle emittenti per dimensione del collocamento e per settore di attività. Campione: 222 imprese

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 2.10

Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale. Campione: 222 imprese



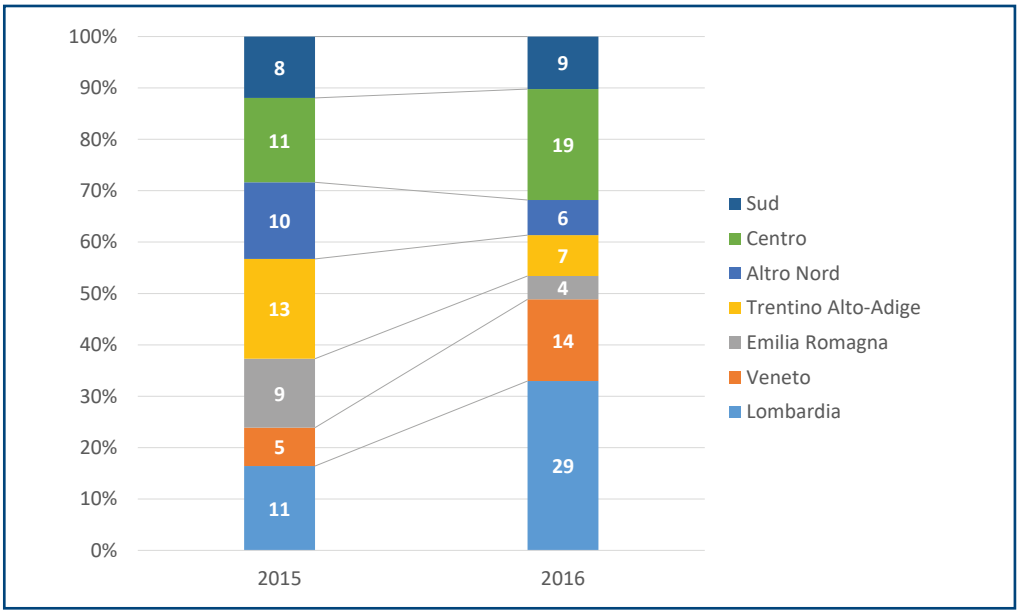
Nel 2015 avevamo evidenziato una 'rimonta' relativa delle imprese del Centro e del Sud, e il 2016 conferma in parte lo stesso *trend*, soprattutto per il Centro. Come si vede dalla Figura 2.11, la Lombardia torna a distaccare tutte le altre regioni con ben 29 emittenti, il Veneto sale a 14 emittenti (grazie anche all'operazione *hydro-bond*) e si ridimensiona il ruolo del Trentino-Alto Adige e dell'Emilia Romagna. Cresce la rilevanza per il Centro (da 11 a 19 emittenti) e per il Sud ma solo in valore assoluto (da 8 a 9).

I costi del collocamento

Come già evidenziato negli anni scorsi, i costi del collocamento di un mini-bond sono un elemento cruciale nella valutazione di fattibilità, a maggior ragione in un contesto in cui i tassi di interesse sui prestiti bancari si sono ridotti ai minimi storici, come evidenziato nel Capitolo 1. Quindi, è più che mai attuale il dibattito relativo alla 'convenienza' dell'emissione di un mini-bond rispetto all'alternativa del credito bancario, in relazione anche alle attese sull'andamento futuro dei tassi di interesse.
Nel 2016 non si sono registrate particolari variazioni rispetto alla *standard* di mercato relativo ai costi dell'operazione. Va notato che essi sono fiscalmente deducibili; il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell'impresa, sia dalla complessità dell'emissione, sia dagli sforzi necessari per il collocamento (se l'investitore è un fondo

Figura 2.11

Localizzazione geografica delle imprese emittenti: confronto fra le emittenti 2015 e le emittenti 2016



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

chiuso non sarà necessario probabilmente individuare altri canali di sottoscrizione).
Ricordiamo l'elenco delle diverse voci di costo, nell'ipotesi del collocamento presso investitori istituzionali[3]:

• eventuali atti notarili (ad esempio la modifica dello Statuto per le S.r.l. se non prevede la possibilità di emettere titoli mobiliari di debito) e registrazioni di contratti;

• richiesta del codice ISIN a Banca d'Italia, in caso di dematerializzazione dei titoli, e accentramento dei titoli presso un ente autorizzato (ad esempio Monte Titoli, parte del London Stock Exchange Group); questa operazione comporta un costo iniziale intorno a € 2.000 e un costo a regime annuale di circa € 1.500; i costi di adesione alla piattaforma di gestione accentrata di Monte Titoli sono consultabili sul sito *web* nella sezione 'Servizi agli Emittenti'; il supporto di una banca agente e di una banca pagatrice in questi casi può essere indispensabile (si veda la sezione dedicata a pagina 60);

• certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;

• consulenza eventuale di un *advisor* finanziario all'emissione (da una *survey* condotta fra gli operatori indicativamente il costo richiesto è fra l'1% e il 2,5% del capitale collocato);

• nomina eventuale di un *arranger* (che può anche coincidere con l'*advisor*) per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i mini-bond (indicativamente il costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato);

• coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti; in tal caso il costo può essere abbastanza variabile e per le operazioni effettuate nel 2015 di importo medio-basso si trova un costo compreso fra € 15.000 e € 25.000;

• eventuale quotazione su un listino borsistico (ad esempio per ExtraMOT PRO si vedano i corrispettivi richiesti da Borsa Italiana esplicitati nel Capitolo 1);

[3] I costi indicati di seguito esprimono semplicemente un riferimento raccolto da operatori sul mercato, relativo ad emissioni sotto EUR 50 milioni; naturalmente essi posso variare da caso a caso.

Box 2.1

L'operazione *'hydro-bond 2'*

Nel luglio 2014 otto società tutte partecipanti al consorzio Viveracqua, titolari del servizio di gestione idrica integrata in alcune province nel Veneto, avevano deciso di collocare altrettanti mini-bond per un totale di € 150 milioni, presto ribattezzati sul mercato '*hydro-bond*' e quotati sul listino ExtraMOT PRO. L'unico sottoscrittore dei mini-bond emessi fu la società veicolo Viveracqua Hydrobond 1 Srl che si finanziò tramite l'emissione della Serie 1 di titoli *asset-backed securities* (ABS, quotati in Lussemburgo) per € 150 milioni sottoscritti in maggioranza dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) insieme ad altri investitori istituzionali. L'operazione (la prima in Italia di cartolarizzazione di mini-bond) fu strutturata dal Gruppo Finint.
In gennaio 2016, sempre sotto la guida di Gruppo Finint, Viveracqua Hydrobond Srl ha sottoscritto ulteriori cinque mini-bond (tutti con cedola annuale fissa pari al 3,9% e con *rating unsolicited* certificato da Crif) per un totale di € 77 milioni deliberati da quattro nuovi emittenti (ed un emittente precedente) membri del consorzio Viveracqua. Si tratta delle società Polesine Acque SpA (€ 12 milioni), Acque Veronesi Scarl (€ 20 milioni), Alto Trevigiano Servizi Srl (€ 30 milioni), Azienda Gardesana Servizi SpA (€ 8 milioni) e BIM Gestione Servizi Pubblici SpA (€ 7 milioni).
Le nuove sottoscrizioni sono state finanziate tramite l'emissione di una seconda serie di titoli ABS (Serie 2, con cedola fissa annuale pari al 3,6%) *senior* e *pari passu* con quelli emessi in luglio 2014, e con analoga scadenza. *Underwriter* della Serie 2 sono stati Banca Finint e BEI.
Tutti i titoli cartolarizzati sono parzialmente garantiti da un fondo di *credit enhancement* pari al 20% delle due emissioni (per complessivi € 45,4 milioni) fornito in parte dalla finanziaria regionale (Veneto Sviluppo) ed in parte dalle stesse società emittenti.
Il totale raccolto tramite le due operazioni '*hydro-bond*' pari a complessivi € 227 milioni verrà utilizzato per finanziare una parte degli investimenti infrastrutturali programmati dal consorzio, che raggiungeranno almeno € 450 milioni entro il 2020.
La cartolarizzazione ha permesso di 'aggregare' diverse emissioni riducendo il rischio per gli investitori finali (anche attraverso il meccanismo di *credit enhancement*) e raggiungendo una massa critica di capitale altrimenti difficile da ottenere (necessaria per ottenere l'attenzione della BEI). L'operazione conferma la bontà dello strumento finanziario innaugurato per la prima volta a livello europeo a luglio 2014 e risponde in modo sistemico ad una esigenza finanziaria di lungo periodo da parte di operatori dei servizi pubblici altrimenti soggetti a ben note difficoltà di spesa e di investimento.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Marco Rapetti (Rapetti Foodservice Srl)

"Abbiamo deciso di ricorrere all'emissione di mini-bond a sostegno del nostro piano di sviluppo, che prevedeva il raddoppio del volume d'affari nel triennio. L'operazione ha rispettato le aspettative dell'azienda, dandole consapevolezza della bontà del proprio progetto, della propria organizzazione e della governance in essere, nonché trasmettendo all'esterno l'immagine di una azienda solida e – appunto – sotto controllo"

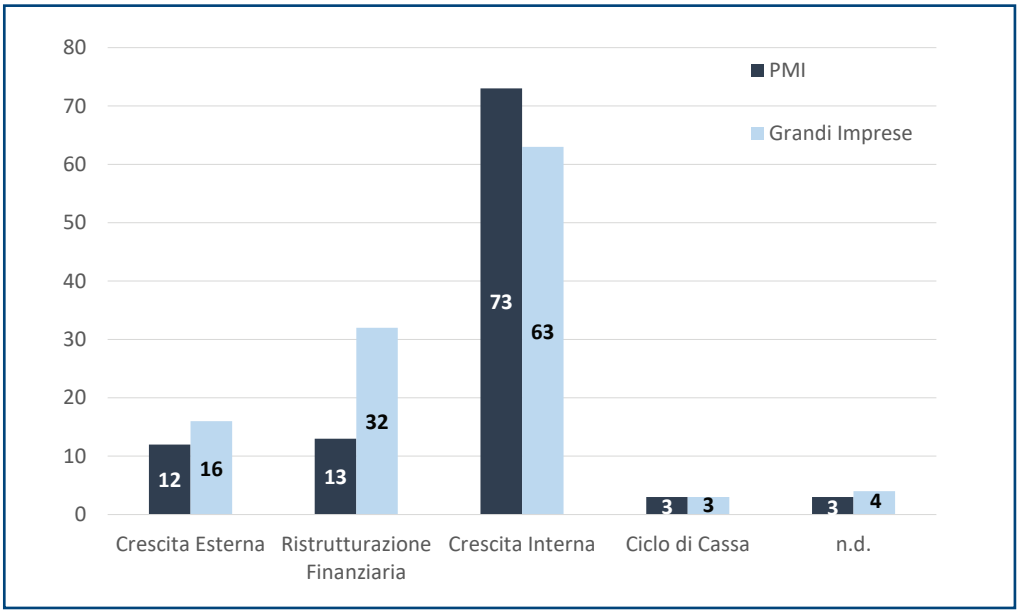
• gestione del sito Internet con una eventuale sezione 'Investor relations' e in generale dell'informativa richiesta dall'investitore e/o dal listino borsistico;
• emissione eventuale del *rating*: per il primo anno l'importo indicativo è fra € 15.000 e € 20.000 per una PMI (intorno a € 40.000 per una società di maggiore dimensione); per gli anni successivi il costo si riduce di circa il 40%.

Le motivazioni del collocamento

Attraverso documenti pubblicamente disponibili (in particolare i regolamenti dei prestiti e gli articoli della stampa specializzata) anche per il 2016 sono state analizzate le motivazioni che hanno spinto le imprese ad emettere i mini-bond. Si tratta di un esercizio di analisi basato esclusivamente sulle dichiarazioni delle emittenti, dato che non esistono prospetti informativi depositati.
In particolare sono state identificate quattro motivazioni principali:
1. il finanziamento della crescita 'interna', ovvero la raccolta di risorse finanziarie per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, piuttosto che in nuovi prodotti o nuovi mercati;
2. il finanziamento della crescita 'esterna', ovvero il sostegno a eventuali acquisizioni di altre imprese o divisioni;
3. la ristrutturazione del passivo dell'impresa, ovvero la rimodulazione del *mix* di finanziamento da terzi; in tal caso la liquidità raccolta servirà per rimborsare debiti in scadenza, ad esempio di natura bancaria;
4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa; in tal caso il mini-bond soddisfa l'esigenza di breve termine di assicurare l'equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti.
La Figura 2.12 suddivide il campione totale delle imprese in funzione della motivazione principale dichiarata[4]. Si nota che la determinante principale è il finanziamento della crescita interna, che riguarda ben il 62% delle imprese (percentuale stabile rispetto ai dati di un anno fa). Seguono l'obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (20,5%) e la volontà di raccogliere capitale per finanziare future acquisizioni esterne (13%). In 6 casi il mini-bond assicura il finanziamento del capitale circolante (si tratta essenzialmente delle cambiali finanziarie). In 7 casi gli obiettivi erano di natura generica e non chiaramente riconducibili a una delle categorie.
Se andiamo a suddividere il campione fra PMI e grandi imprese (si veda ancora la Figura 2.12), notiamo che le motivazioni legate alla crescita, soprattutto interna, contraddistinguono più frequentemente le PMI. Questo obiettivo risulta prioritario infatti per il 70% delle PMI emittenti, contro invece il 53% per le grandi imprese. Queste ultime ricorrono

[4] Nel caso di imprese che hanno collocato più emissioni, viene considerata la motivazione dominante.

Figura 2.12
Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond. Campione: 222 imprese



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 2.2

La parola alle imprese

L'Osservatorio Mini-Bond è impegnato a contattare tutte le PMI italiane che nei mesi passati hanno raccolto capitale attraverso obbligazioni e cambiali finanziarie per capire quali siano stati i vantaggi percepiti dell'operazione, le maggiori difficoltà, e per ottenere in generale una valutazione complessiva di soddisfazione.
Le prime interviste evidenziano una soddisfazione *ex post* significativa e sottolineano alcuni elementi interessanti:
"Abbiamo utilizzato i mini-bond non tanto per una scelta di convenienza, poichè alla fine i costi non sono stati trascurabili, quanto per segnalare le strategie di sviluppo della nostra impresa a conduzione familiare. Fino a quel momento non eravamo abituati ad interfacciarci con investitori professionali (...) è stata anche una utile leva di marketing"
"Abbiamo voluto sperimentare un canale alternativo di finanziamento al credito bancario; come PMI non avevamo assolutamente alcuna competenza in merito ma passo dopo passo con il supporto dell'advisor siamo riusciti a completare l'operazione e siamo abbastanza soddisfatti (...) grazie ai mini-bond abbiamo incrementato le nostre competenze nell'area della gestione finanziaria"
"Non abbiamo registrato alcuna criticità nel collocamento e i mini-bond ci hanno consentito di integrare e diversificare le nostre fonti di finanziamento consuete"
"Il processo di emissione non ci ha causato criticità particolari. È stata più complessa la gestione ex post, perchè abbiamo dovuto abituarci a procedure e scadenze ben determinate nel flusso delle informazioni verso il mercato e verso ExtraMOT PRO (...) per noi è stata un'esperienza nuova"
"Pensiamo che il vantaggio maggiore sia stata la velocità. L'emissione del mini-bond ci ha consentito di disporre in pochi mesi di una somma di denaro consistente, che probabilmente avremmo avuto difficoltà a raccogliere dal sistema bancario, in un'ottica di lungo termine e senza garanzie. Il finanziamento ci ha consentito di effettuare tre acquisizioni e di completare alcuni investimenti importanti"
I risultati di questa indagine saranno oggetto di approfondita analisi nel 4° Report italiano.

più frequentemente ai mini-bond per ristrutturare il debito (nel 27% dei casi contro solo il 12,5% per le PMI). Per quanto riguarda le acquisizioni possibili non si riscontra una differenza significativa: sono l'obiettivo prioritario per l'11,5% delle PMI emittenti e per il 13,5% delle grandi imprese.

L'analisi dei bilanci

Attraverso il *database* AIDA sono stati analizzati i bilanci consolidati delle imprese emittenti, prima e dopo l'emissione. Coerentemente con gli obiettivi di ricerca dell'Osservatorio si è focalizzata l'attenzione solo sulle 104 PMI del campione, escludendo anche le società finanziarie (9). Il campione quindi è composto da 95 emittenti.
Innanzitutto per valutare l'impatto potenziale dell'emissione dei mini-bond sull'equilibrio finanziario dell'impresa nonchè la sostenibilità futura (per lo meno in relazione alla remunerazione del capitale), la Figura 2.13 'ordina' le emittenti distinguendo fra:
- imprese che nell'anno prima dell'emissione mostravano un margine operativo lordo negativo (17, pari al 17,9% del campione); per queste imprese la capacità di generare flussi di cassa operativi in grado di remunerare e rimborsare il nuovo debito contratto con i mini-bond è quindi esclusivamente funzione di un miglioramento prospettico della marginalità, ad esempio grazie agli investimenti da effettuare;
- imprese con rapporto oneri finanziari su margine operativo lordo superiore al 50% già prima dell'emissione, destinato quindi a peggiorare dopo l'emissione (13 casi, ovvero il 13,7% sul totale); si tratta di società potenzialmente 'ad alto rischio';
- imprese con rapporto oneri finanziari su margine operativo lordo inferiore al 50% prima dell'emissione, ma destinato a salire sopra questa soglia considerando almeno le cedole future annuali del mini-bond (12 PMI, pari al 12,6% del campione); si tratta di imprese che non dovrebbero mostrare rilevanti problemi di solvibilità futura;
- imprese che anche considerando gli interessi da riconoscere sul mini-bond (e senza contare eventualmente la quota capitale annuale da rimborsare) rimangono su una soglia del rapporto menzionato inferiore al 50% (sono la maggioranza, ovvero 53 imprese pari al 55,8%).

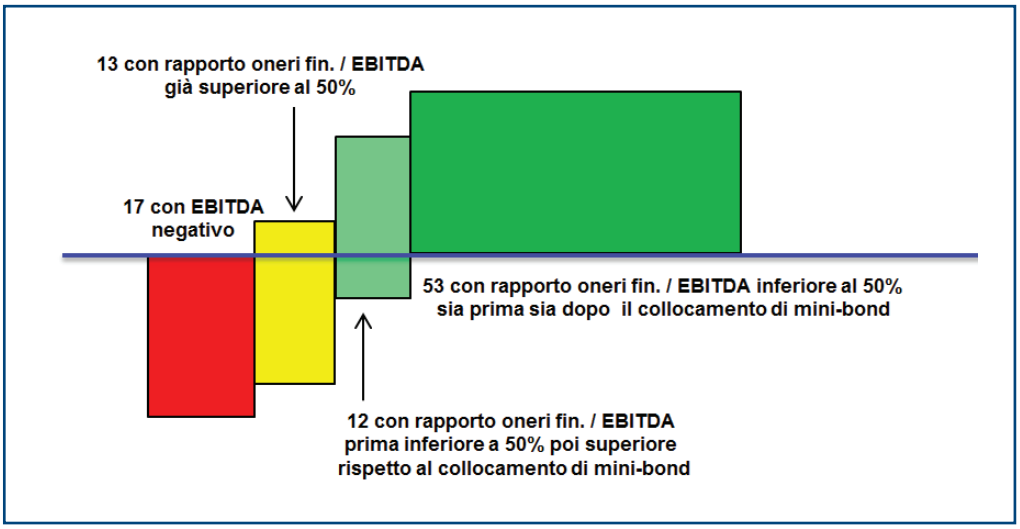
Simone Dragone (Eidos Partners)

"Il crescente ricorso ai mini-bond da parte di piccole e medie imprese registrato nel 2016 potrebbe rappresentare un ulteriore impulso alla spinta innovativa che la strategia 'Industria 4.0' comporta nonchè chiaramente una sicura fonte per i relativi necessari investimenti, inclusi il rinnovamento tecnologico e la digitalizzazione del sistema manifatturiero"

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 2.13

Segmentazione delle imprese emittenti in funzione della situazione finanziaria di bilancio. Campione: 95 PMI emittenti, non finanziarie. Fonte: AIDA BVD



Se consideriamo solo le emittenti del 2016, la proporzione osservata in Figura 2.13 non si modifica in modo significativo; sono state registrate nel periodo ben 9 imprese che mostravano un margine operativo lordo negativo. Naturalmente è chiaro che l'analisi non considera i flussi legati al rimborso del capitale, che (soprattutto nel caso di mini-bond *amortizing*) andrà ulteriormente a gravare sul fabbisogno futuro di cassa dell'impresa.
In secondo luogo si è provveduto ad analizzare i principali indici di bilancio a cavallo dell'anno di emissione dei mini-bond. La Tabella 2.1 riassume tutti i risultati per i valori medi e mediani, suddivisi per anno di emissione: l'anno 0 rappresenta quello in cui il mini-bond è stato collocato e l'analisi è svolta fino al terzo anno precedente. Il numero di bilanci disponibili dopo l'emissione non è lo stesso per tutte le imprese, e per questo motivo si riportano le statistiche omogenee per l'intero campione solo fino all'anno -1.

Tabella 2.1

Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di mini-bond (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani). Campione: 95 PMI emittenti, non finanziarie. Fonte: AIDA BVD

Emittenti 2013-2014	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	4,7% (3,5%)	-1,9% (5,3%)	0,4% (11,5%)	-5,9% (5,4%)	-13,1% (3,3%)
ROA	2,3% (2,1%)	3,4% (3,5%)	3,6% (3,1%)	3,4% (3,1%)	5,2% (2,9%)
EBITDA / Vendite	10,5% (10,5%)	13,9% (10,6%)	36,7% (12,0%)	21,0% (13,0%)	18,2% (11,4%)
Test acido	1,01 (0,92)	0,97 (1,01)	1,09 (1,04)	1,71 (1,63)	1,74 (1,51)
Leverage	3,74 (1,43)	2,98 (1,10)	2,68 (1,10)	2,55 (1,14)	0,66 (1,01)
Emittenti 2015	**Anno -3**	**Anno -2**	**Anno -1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	6,4% (2,8%)	2,8% (1,6%)	7,4% (2,6%)	2,6% (3,1%)	-
ROA	4,8% (3,4%)	8,4% (3,4%)	8,6% (4,2%)	4,6% (3,6%)	-
EBITDA / Vendite	4,6% (10,4%)	18,7% (12,1%)	15,3% (10,1%)	16,9% (10,2%)	-
Test acido	0,71 (0,61)	0,78 (0,62)	0,91 (0,72)	1,00 (0,88)	-
Leverage	4,23 (2,13)	1,78 (1,71)	1,47 (1,39)	1,41 (1,46)	-
Emittenti 2016	**Anno -3**	**Anno -2**	**Anno -1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	1,0% (3,0%)	4,0% (3,9%)	3,8% (4,3%)	-	-
ROA	-0,2% (2,6%)	1,7% (3,2%)	1,6% (3,5%)	-	-
EBITDA / Vendite	1,4% (6,5%)	2,9% (7,1%)	4,5% (8,5%)	-	-
Test acido	0,86 (0,67)	0,83 (0,70)	0,99 (0,76)	-	-
Leverage	3,44 (1,68)	2,24 (1,75)	2,09 (1,55)	-	-
Tutto il campione	**Anno -3**	**Anno -2**	**Anno -1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	3,5% (3,5%)	1,8% (3,5%)	3,5% (3,9%)	-	-
ROA	1,8% (3,0%)	3,8% (3,3%)	4,0% (3,7%)	-	-
EBITDA / Vendite	5,4% (8,0%)	10,8% (8,9%)	18,9% (9,4%)	-	-
Test acido	0,87 (0,73)	0,87 (0,76)	1,00 (0,81)	-	-
Leverage	3,72 (1,55)	2,38 (1,60)	2,14 (1,34)	-	-

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Si comincia dagli indicatori di redditività: *return on assets* (ROA) definito come margine operativo netto su totale dell'attivo, e *return on equity* (ROE) ovvero utile netto su patrimonio netto. I valori medi sono fortemente influenzati da alcuni casi particolari, ma i valori mediani ci consentono di evidenziare un lieve ma generalizzato miglioramento degli indici prima dell'emissione. Per i collocamenti del 2013 e 2014 possiamo anche osservare un peggioramento delle *performance* dopo l'emissione, soprattutto rispetto al ROE, spiegabile - almeno per una parte del campione - da un effetto negativo della maggiore leva finanziaria in presenza di bassi margini di redditività degli impieghi.
Per quanto riguarda invece la marginalità operativa esaminiamo il rapporto fra EBITDA (margine operativo lordo) e vendite da fatturato. Si nota un andamento simile, con una lieve crescita che caratterizza soprattutto le emittenti del 2016. In valore assoluto la marginalità appare contenuta, il che potrebbe suggerire che le PMI con alta marginalità probabilmente riescono ad avere un maggiore potere contrattuale con le banche e godono di una disponibilità di credito maggiore.
Passando agli indicatori di liquidità, ecco il 'test acido' (*quick ratio*), ovvero il rapporto fra attivo circolante al netto delle scorte e passività a breve termine. Si tratta di un indicatore della capacità dell'impresa di 'coprire' gli impegni di spesa nel breve termine attraverso le attività più facilmente liquidabili (cassa, titoli finanziari a breve e crediti commerciali). I valori sono molto vicini a uno prima dell'emissione, con l'eccezione delle emittenti del 2015, il cui equilibrio finanziario di breve termine è più incerto. Si nota che nell'anno 0 e nell'anno 1 l'indice migliora sensibilmente, grazie alla liquidità raccolta, a fronte dell'indebitamento (che nella maggioranza dei casi scade nel medio-lungo termine).
Quindi è stata misurata la leva finanziaria (*leverage*), ovvero il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto. La struttura finanziaria dell'emittente è un importante parametro per valutare il rischio di insolvenza e la robustezza patrimoniale. Si notano valori in diminuzione, all'avvicinarsi dell'emissione, a testimoniare che nella maggioranza delle PMI il mini-bond non va ad aggravare una situazione finanziaria già pesante, ma in un qualche modo 'rimpiazza', almeno parzialmente, debito che era già esistente. È sorprendente che per il campione del 2013 e 2014 la leva si riduca addirittura dopo l'emissione; ciò segnala che molto spesso le obbligazioni sono state utilizzate per rifinanziare la posizione netta, più che effettuare nuovi investimenti, come si vedrà nelle prossime pagine.

Gerardo Murano (ADB Corporate Advisory)

"Per il mercato dei mini-bond sembra giunto il momento di passare ad una fase di maturazione che, partendo dalla pubblicazione dei dati economico/ finanziari consuntivi, possa consentire l'avvicinamento ai titoli obbligazionari di analisti indipendenti in grado di fornire interpretazioni e valutazioni oggettive sugli stessi, con una maggiore disclosure sui piani e sulle strategie di crescita. L'istituzione di tale practice virtuosa potrebbe incentivare gli scambi sul mercato secondario"

	Emissioni 2013 (-3, +2)	Emissioni 2014 (-3, +1)	Emissioni 2015 (-3, 0)
Valore medio	**+31,1%**	**+16,0%**	**+45,6%**
Primo quartile	**-0,3%**	**-2,4%**	**+0,4%**
Valore mediano	**+20,5%**	**+3,9%**	**+13,6%**
Terzo quartile	**+35,3%**	**+15,3%**	**+31,9%**

Tabella 2.2
***Compounded annual growth rate* (CAGR) dei ricavi consolidati a cavallo dell'emissione di un mini-bond. Campione: 54 PMI emittenti, non finanziarie. Fonte: AIDA BVD**

Infine è interessante osservare il tasso di crescita medio del fatturato consolidato, definito dal *compounded annual growth rate* (CAGR). La Tabella 2.2 descrive i risultati per i diverso flussi di emissioni fra il 2013 e il 2015: si nota che il valore medio è positivo per tutti i *cluster* analizzati[5], con un incremento medio che va dal 16,0% al 45,6% (valore mediano fra 3,9% e 20,5%). Possiamo quindi dire che le imprese che collocano mini-bond mediamente crescono in misura significativa anche prima della raccolta di capitale. I valori del primo quartile sono prossimi a zero, il che implica che per circa il 25% delle imprese del campione non si registra una significativa crescita del fatturato consolidato. I valori del terzo quartile sono abbastanza elevati soprattutto per le emittenti del 2013 e del 2015, a indicare che un quarto delle imprese registra tassi medi annuali di crescita superiori ai valori indicati.
Al momento il campione è ancora troppo limitato per trarre conclusioni significative sui tassi di crescita dopo l'emissione. Per il campione del 2013, composto da 7 PMI, possiamo dire che il volume d'affari è cresciuto mediamente del 16% nell'anno successivo al collocamento (valore mediano 21%), e ulteriormente dell'11% (mediana 22%) in quello dopo. Solo un'impresa ha registrato un calo del fatturato. Per le 25 emittenti del 2014 la

[5] Una recente ricerca dell'Università Bocconi ("Does Investing in Italian Capital Markets Pay? The Past Decade Perspective" a cura di S. Caselli, C. Chiarella, G. Gatti e G. Gigante) prende in considerazione tutte le emittenti (PMI e non) di obbligazioni quotate su ExtraMOT PRO dal 2013 al 2015 e riporta che il tasso di crescita del fatturato è in media superiore rispetto a quello di altre imprese comparabili.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 2.3

La situazione dei *default* dei mini-bond in Italia

I tassi di *default* dei mini-bond italiani, per quanto è possibile ricostruire da fonti pubblicamente disponibili, si mantengono ancora su livelli contenuti non certo paragonabili ai casi documentati nel Capitolo 1 in Germania e Regno Unito.

Nel 2015 avevamo registrato il provvedimento del Tribunale di Milano di avvio della procedura di fallimento per Grafiche Mazzucchelli, tipografia bergamasca specializzata nel *roto-offset*. La società aveva collocato nel 2013 un mini-bond da € 2,8 milioni a scadenza 31/12/2019, con cedola annuale pari all'8%, delistato a gennaio 2016 da ExtraMOT PRO. Inoltre va citato il caso di Moviemax Media Group SpA, società che nel 2013 ha collocato un'obbligazione con scadenza 31/12/2019 e cedola 8%, per un importo di € 2.599.000 (non compresa nel nostro campione in quanto titolo quotato su un mercato regolamentato, il MOT), ma è stata dichiarata definitivamente fallita nel 2015 dopo il tentativo di un concordato respinto dal Tribunale di Milano.

Nel 2016 i casi messi sotto osservazione dall'Osservatorio sono quelli di Filca e Waste Italia.

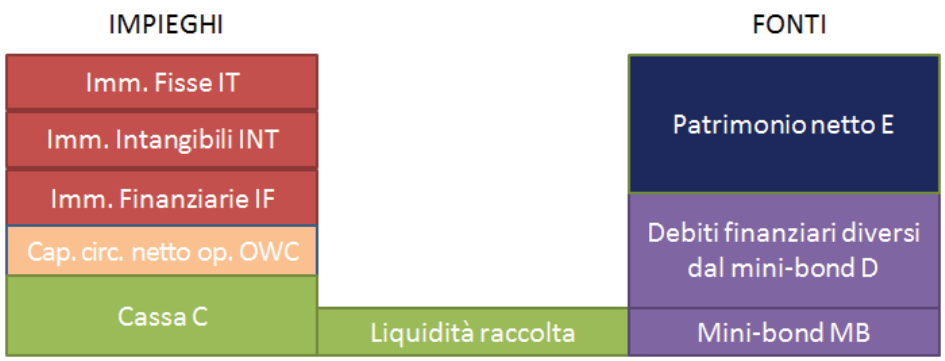
Filca cooperative nasce a Lecco nel 1979 e ha operato per oltre 30 anni nel settore dell'edilizia convenzionata specializzandosi nel settore della bioedilizia. Nel 2013 ha collocato un mini-bond (importo € 16 milioni, cedola annuale 6%, *amortizing*) ma a causa del perdurare della crisi nel settore edilizio l'impresa è stata costretta nel luglio 2016 a presentare al Tribunale di Lecco una domanda di concordato in bianco finalizzata alla ristrutturazione dei debiti. Il *rating* del titolo è passato da A- (all'emissione) a B- nel 2015, anno in cui la cooperativa ha registrato un utile netto negativo per € 28 milioni, azzerando il patrimonio netto. Al momento di andare in stampa il Tribunale ha concesso una proroga fino a febbraio 2017 per presentare il piano finanziario e industriale preliminare ad un accordo con i creditori, onde evitare il fallimento.

Waste Italia SpA è controllata da Gruppo Waste Italia SpA (ex Kinexia), una *holding* di partecipazione attiva nel settore ambientale e nel settore delle energie rinnovabili quotata su Borsa Italiana. La società lavora nell'ambito della gestione integrata dei rifiuti industriali e nel novembre 2014 ha collocato un mini-bond con scadenza 15/11/2019, cedola annuale 10,50%, *bullet*, per un valore nominale complessivo di € 129.875.000. Per mancanza di cassa, nel 2016 la società non è stata in grado di liquidare il pagamento della cedola prevista, ed è stato aperto un tavolo di confronto con gli investitori. L'emittente ha chiuso il 2015 con una perdita di € 40 milioni e un indebitamento netto superiore a € 228 milioni, mentre la capogruppo ha dichiarato a fine 2016 posizioni debitorie scadute per € 92,57 milioni. Va però registrato che Consob ha segnalato la non conformità alle norme vigenti del bilancio consolidato del gruppo al 31 dicembre 2015 e della semestrale al 30 giugno 2016. Ai sensi dei *covenant* contenuti nel regolamento del mini-bond, nei primi mesi del 2017 alcuni investitori hanno avanzato notifica di accelerazione del titolo, il che rende immediatamente esigibile l'importo dell'intero capitale e delle cedole non ancora liquidate. Il mini-bond è quotato tuttora su ExtraMOT PRO e l'ultimo prezzo di scambio (risalente a giugno 2016) è stato 41,71.

A proposito di *covenant*, nel 2016 vanno registrati anche alcuni casi di emittenti che, per non far scattare le clausole di salvaguardia degli investitori a causa di risultati economico-finanziari deludenti, hanno dovuto convocare gli obbligazionisti in assemblea e chiedere l'approvazione di modifiche dei regolamenti. Un approfondimento specifico è proposto nel Box 3.3 a pagina 54.

Figura 2.14

Il modello di riclassificazione di bilancio utilizzato per l'analisi dei flussi di investimento delle società emittenti



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

situazione è invece molto più negativa: l'incremento medio del fatturato nel 2015 è stato pari all'1%, con una mediana praticamente nulla.
Il quadro delle *performance* operative delle emittenti è completato dalle informazioni contenute nel Box 2.3, che descrive la situazione dei *default* nell'ambito dei mini-bond italiani. Rispetto alle 222 imprese del campione, le insolvenze riguardano un gruppo molto ristretto di imprese, che per il momento limita il fenomeno a percentuali fisiologiche; naturalmente è però troppo presto per avanzare considerazioni conclusive e occorrerà attendere più tempo.

Come è stato impiegato il capitale raccolto?

In questa edizione del Report italiano sui mini-bond è possibile condurre un'analisi di rilevante interesse su come è stato utilizzato il denaro raccolto attraverso i mini-bond.
I dati dei bilanci consolidati depositati al Registro delle Imprese consentono di costruire un modello per identificare da una parte gli impieghi di liquidità e dall'altra le fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese emittenti.
Il modello proposto si basa sulla riclassificazione dei dati di bilancio consolidato delle imprese emittenti nel 2013 e nel 2014 con l'obiettivo di calcolare da un anno all'altro:
- il valore dello *stock* di investimenti netti effettuati, sia per quanto riguarda le immobilizzazioni fisse (IT), sia per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali (INT) e quelle finanziarie (IF); osservare l'evoluzione di queste variabili consente di capire se le imprese hanno utilizzato o meno il denaro raccolto grazie al mini-bond per implementare nuovi investimenti in capitale fisso (ad esempio impianti o asset *immobiliari*), capitale intangibile (ad esempio ricerca e sviluppo, ma anche l'avviamento generato da una acquisizione), capitale finanziario (titoli mobiliari o altri investimenti finanziari);
- il valore del capitale circolante operativo al netto delle passività non finanziarie (OWC), che rappresenta lo *stock* di investimenti di attività a breve termine (come crediti commerciali e scorte) al netto delle passività non finanziare (debiti commerciali, fondi accantonati, ...);
- il valore del patrimonio netto (E), che può variare da un anno all'altro sia per eventuali aumenti di capitale, sia per gli utili reinvestiti (o per le perdite cumulate);
- il valore dei debiti finanziari diversi dal mini-bond (D), che possono crescere o diminuire se rispettivamente l'impresa finanzia nuovi progetti attraverso debito da altre fonti o ne rimborsa una parte;
- infine il valore della liquidità di cassa disponibile (C), la cui variazione per il principio contabile della partita doppia non può che essere determinata dalla combinazione di tutte le altre variazioni.
La Figura 2.14 chiarisce la dinamica del modello, che consente di evidenziare da una parte gli impieghi del capitale, anno per anno, e dall'altra le fonti di finanziamento utilizzate. Tutti i flussi vengono confrontati rispetto alla liquidità raccolta attraverso il minibond (MB), che andrà ad incrementare la cassa C (fin tanto che non viene investita).
Esaminare come per ogni impresa si modificano da un anno all'altro[6] i valori di *stock* di cui sopra (partendo dall'anno -1, ovvero quello precedente alla quotazione, fino all'anno +2, ovvero due anni dopo la quotazione) consente di capire, quindi, se il capitale raccolto con il mini-bond viene utilizzato più o meno rapidamente, e in quali direzioni (nuovi investimenti o riduzione del debito, e in che tipo di investimenti).
Per rendere i valori confrontabili, tutti i flussi di variazione vengono rapportati in percentuale rispetto al valore raccolto MB, per ogni impresa.
La Tabella 2.3 riporta i risultati dell'analisi quantitativa per le 32 PMI non finanziarie che hanno raccolto nel 2013 e nel 2014, rispetto agli indicatori più importanti per la nostra analisi. Nell'ultima colonna viene indicato anche il rapporto fra il capitale raccolto MB e il 'fabbisogno' (FABB) di finanziamento misurato nell'arco dei tre esercizi contabili. Esso è definito come la somma delle variazioni positive per le voci classificate negli impieghi, più la somma delle variazioni negative classificate nelle fonti. Rappresenta quindi il totale degli impieghi fatti dall'impresa emittente nel corso dei tre anni, vuoi per finanziare

[6] Per i collocamenti del 2014 ci si ferma all'anno +1, non essendo ancora disponibili i bilanci del 2016.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

gli investimenti all'attivo, vuoi per finanziare il rimborso delle passività. Si tratta di un indice interessante, perchè ci mostra se la raccolta di capitale MB ha rappresentato una fonte di capitale preponderante o marginale per le strategie di investimento.
I risultati non mostrano un chiaro 'percorso' che accomuna le PMI dopo l'emissione dei mini-bond. Innanzitutto per quanto riguarda gli investimenti in capitale fisso (*capital expenditures*) si rileva un flusso progressivo di crescita; già alla fine dell'anno dell'emissione si rileva un aumento medio pari al 17,2% di quanto raccolto con il mini-bond. Il valore mediano è +2,2%, a indicare che in realtà alcune PMI partono subito rapidamente a investire, mentre altre si adattano a ritmi più lenti. L'anno successivo gli investimenti si equivalgono, ed il saldo medio arriva a +34,3% (mediana +4,2%).
Il flusso di investimenti in asset *intangibili* è molto più contenuto (+3,2% dopo l'emissione, sale fino a +13,5% l'anno dopo), anche in questo caso con valori mediani molto più contenuti. Sembra emergere un comportamento più 'aggressivo' per le emittenti del 2014, che probabilmente hanno condotto più acquisizioni, generando un maggiore avviamento nelle immobilizzazioni intangibili.

Tabella 2.3

Valori medi e mediani (fra parentesi) degli indici di investimento più rilevanti nei tre bilanci successivi al collocamento del mini-bond. Campione: 32 PMI emittenti, non finanziarie. Fonte: AIDA BVD

Emissioni 2013						
Periodo	ΔIT / MB	ΔINT / MB	ΔC / MB	ΔPN / MB	ΔD / MB	MB / FABB
-1 , 0	+13,3% (+0,6%)	+3,1% (+0,0%)	+13,9% (+0,2%)	+16,4% (+8,5%)	-53,6% (-24,3%)	56,3% (52,1%)
-1 , +1	+43,8% (+29,8%)	-0,2% (+2,1%)	-2,9% (-0,2%)	+33,3% (+25,4%)	-30,0% (-3,7%)	42,3% (32,9%)
-1, +2	+47,9% (+11,8%)	-1,7% (-3,4%)	+11,6% (+0,18%)	-11,15% (+16,0%)	+88,9% (+32,1%)	30,5% (26,9%)
Emissioni 2014						
Periodo	ΔIT / MB	ΔINT / MB	ΔC / MB	ΔPN / MB	ΔD / MB	MB / FABB
-1 , 0	+18,4% (+2,3%)	+3,3% (+0,1%)	+43,0% (+4,6%)	+22,0% (+11,1%)	+11,9% (-9,1%)	52,7% (53,9%)
-1 , +1	+31,4% (+3,8%)	+17,7% (+4,0%)	+34,8% (+8,9%)	+30,4% (+23,3%)	+75,1% (+6,7%)	48,2% (43,0%)
Tutto il campione (2013 e 2014)						
Periodo	ΔIT / MB	ΔINT / MB	ΔC / MB	ΔPN / MB	ΔD / MB	MB / FABB
-1, 0	+17,2% (+2,2%)	+3,2% (+0,1%)	+36,1% (+2,8%)	+20,7% (+10,9%)	-3,6% (-19,1%)	53,5% (53,0%)
-1, +1	+34,3% (+4,2%)	+13,5% (+2,6%)	+25,8% (+1,8%)	+31,1% (+23,6%)	+50,2% (-2,3%)	46,8% (40,2%)

Per quanto riguarda lo *stock* di cassa disponibile, non sorprende che appena dopo il collocamento del mini-bond la cassa sia aumentata in media di un importo pari al 36,1% di quanto raccolto (e quindi in media il 73,9% viene immediatamente impiegato) e l'anno successivo il *surplus* si riduce al 25,8% dell'emissione, a seguito degli altri impieghi decisi. In questo caso sembra che le emittenti del 2013 vadano a utilizzare la cassa molto più velocemente rispetto a quelle del 2014.
È interessante notare che lo stock di patrimonio netto è in crescita decisa dopo il collocamento dei mini-bond (+20,7% in media alla chiusura del bilancio e +31,1% l'anno dopo); vuol dire che le PMI non solo si finanziano con debito ma irrobustiscono anche il patrimonio netto sia attraverso gli utili reinvestiti sia attraverso aumenti di capitale.
Il dato relativo al debito finanziario diverso dal mini-bond ci indica che in tempi molto brevi dopo la raccolta di capitale il debito bancario esistente in media viene ridotto (-3,6%) ma in tal caso si osservano comportamenti molto diversi. Alcune PMI (specialmente le emittenti del 2013) usano la liquidità raccolta per rimborsare altri prestiti. Altre addirittura si comportano all'opposto, indebitandosi in maniera aggressiva; fra le emittenti del 2014, ad esempio, si osserva l'anno dopo l'emissione un valore mediano pari a +6,7% e il valore medio è addirittura +75,1%. Ma anche per le emittenti del 2014 il valore mediano dopo due anni diventa +32,1%.
Infine, la dinamica di utilizzo della liquidità raccolta per finanziare gli impieghi previsti

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

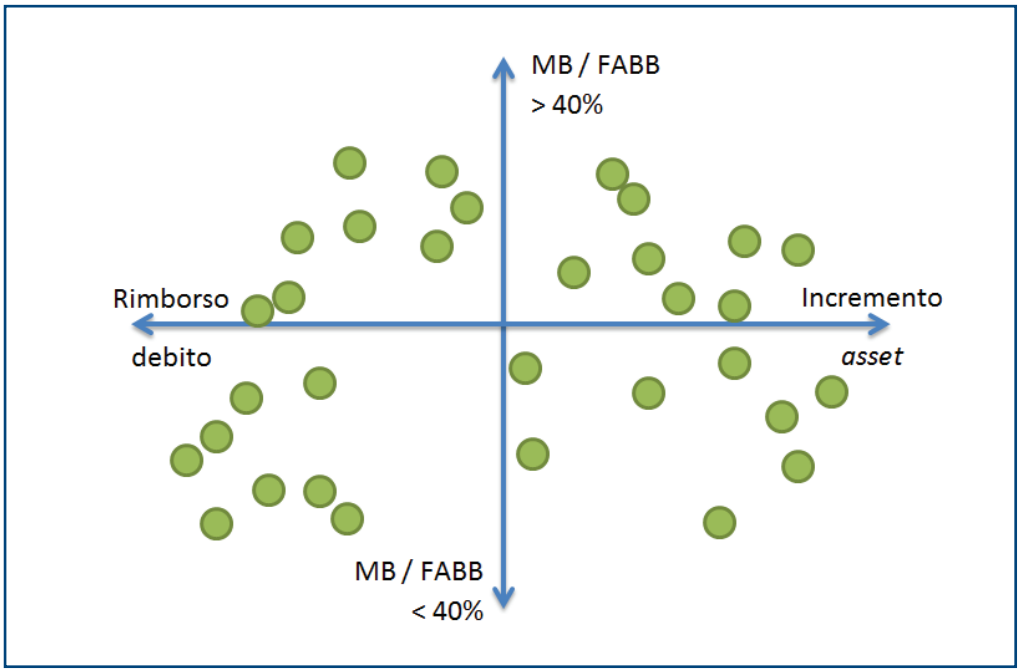


Figura 2.15
Le strategie di impiego del capitale raccolto con i mini-bond. Campione: 32 PMI non finanziarie emittenti nel 2013 e nel 2014

è sorprendentemente stabile. L'indice MB / FABB ci dice che nell'anno di emissione la liquidità raccolta con il mini-bond è servita per finanziare il 53,5% degli impieghi totali (valore medio e mediano sono molto simili). L'anno successivo, con il reperimento sul mercato di nuove risorse finanziarie e/o l'autofinanziamento, questa percentuale scende in media al 46,8% (valore mediano 40,2%). Vuol dire che il denaro raccolto attraverso i mini-bond rappresenta una percentuale importante ma non certo preponderante del fabbisogno finanziario complessivo, che è alimentato negli anni analizzati anche da altre fonti (come si è visto, il patrimonio netto e il ricorso ad altro capitale di debito).
La Figura 2.15 identifica alcuni 'percorsi' omogenei all'interno del campione delle 32 PMI analizzate, partendo dai dati dei bilanci al tempo +1, in funzione da una parte della rilevanza del capitale raccolto con i mini-bond rispetto alle altre fonti di finanziamento (indice MB / FABB inferiore o superiore al 40%) e dall'altra del prevalere dell'una o dell'altra strategia di impiego del capitale (investimento in nuovi *asset* piuttosto che rifinanziamento del debito esistente).
Si confermano percorsi abbastanza differenziati. Abbiamo un primo gruppo di imprese (quadrante in alto a destra) che hanno puntato su una crescita sostenuta degli *asset*, in cui le risorse raccolte attraverso il mini-bond hanno avuto un ruolo importante nelle strategie di finanziamento. Un esempio in questo *cluster* è JSH Group S.p.A., impresa attiva nella gestione di strutture alberghiere '*upper-upscale*' e '*luxury*' (da 4 stelle in su). Nel 2014, al momento dell'emissione del mini-bond, il gruppo gestiva 15 strutture alberghiere (di cui 10 direttamente e 5 indirettamente). Il capitale raccolto, come emerge dal bilancio consolidato, è stato pari a € 1,55 milioni e nei mesi successivi il gruppo non ha incrementato in misura significativa altre fonti di finanziamento (a ottobre 2015 risultava un lieve aumento dei debiti bancari per € 0,6 milioni). Grazie al contributo determinante del mini-bond, JSH Group è riuscita a implementare nuovi investimenti per € 1,8 milioni e acquisire contratti per la gestione di nuove prestigiose strutture a Roma, Milano, Taormina, Innsbruch, Pontresina.
Procedendo in senso orario (quadrante in basso a destra) abbiamo le PMI che hanno puntato su una crescita degli investimenti, finanziata però in modo rilevante anche da altre fonti (capitale di rischio o debito bancario, in aggiunta al mini-bond). Un esempio è PSC SpA, società lucana[8] che opera nel settore dell'impiantistica per grandi opere di edilizia civile, infrastrutturale e industriale. Nel 2014 l'impresa ha raccolto € 5 milioni con un mini-bond in scadenza nel 2019; nonostante una riduzione del volume d'affari e del margine operativo consolidato, la società ha investito nei mesi successivi in nuove acquisizioni (ad esempio Aertermica SpA e Iser Tech SpA) che le hanno consentito di

[7] www.jsh-hotels.com

[8] www.psc.it

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

entrare nel settore ferroviario, di ampliare il mercato e di disporre di nuove tecnologie. Il fabbisogno finanziario complessivo è stato coperto solo parzialmente dal mini-bond, tant'è che è stato effettuato un aumento di capitale riservato a SIMEST (per € 6 milioni) e sono aumentati i debiti verso le banche, da circa € 13,5 milioni a € 16,6 milioni.

Nel terzo quadrante (in basso a sinistra) abbiamo imprese che invece hanno puntato più che altro su una riduzione della dipendenza da altre fonti di terzi, rifinanziando il debito con il mini-bond, ma anche utilizzando altre fonti di finanziamento. Possiamo citare a titolo esemplificativo Energie SpA, società altoatesina che gestisce centrali elettriche per lo sfruttamento delle fonti di energia rinnovabili (idroelettrico, eolico e fotovoltaico). L'impresa nel 2014 ha emesso un mini-bond da € 2,5 milioni sottoscritto come primo investimento in portafoglio dal fondo Euregio Minibond di Pensplan Invest SGR. Dai bilanci relativi al periodo dall'emissione fino al 30/6/2015 si evince una consistente riduzione del debito bancario (da € 22,1 milioni a € 17,6 milioni) finanziato anche dal mini-bond ma soprattutto dal *cash flow* operativo dell'impresa (come è tipico in questo *business*); il flusso di cassa operativo registrato dall'impresa a chiusura dei due bilanci successivi al collocamento è stato infatti pari a € 10,5 milioni, il che ha consentito di incrementare il patrimonio netto da € 48,6 milioni (pre-emissione) a € 52,8 milioni (al 30/6/2015).

[9] www.energie.energy

Infine nel quadrante in alto a sinistra abbiamo altre PMI che hanno puntato ugualmente sul rifinanaziamento del debito esistente, per le quali il mini-bond è stata la fonte maggioritaria di risorse liquide degli impieghi richiesti nei due anni considerati. Possiamo annoverare in questo gruppo, ad esempio, Penelope SpA; l'impresa produce tessuti in lana e altre fibre[10], ha sede in provincia di Prato e nel 2014 ha emesso un mini-bond raccogliendo nei mesi successivi circa € 4,5 milioni. Fra il 31/12/2013 e il 31/12/2015 i debiti bancari consolidati sono scesi di circa € 5,7 milioni, senza un apprezzabile incremento delle immobilizzazioni lorde (circa € 1 milione per quelle tangibili) ma registrando un buon *cash flow* operativo che è andato ad alimentare gli utili consolidati.

[10] www.penelopespa.com

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

3. Le emissioni

Dopo avere esaminato nel Capitolo precedente le caratteristiche delle imprese emittenti, passiamo ora alla rassegna delle caratteristiche delle emissioni dei mini-bond italiani, con l'aggiornamento delle operazioni registrate nel corso del 2016.

Le emissioni fino al 2016: statistiche descrittive

Le emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio durante l'anno 2016, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 106, di cui 89 sotto € 50 milioni. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso dell'anno precedente, si erano registrate invece 85 emissioni. Si conferma quindi una continua crescita nel numero delle emissioni annuale. A partire dal 2012 disponiamo quindi di un campione complessivo di 292 collocamenti, di cui 245 sotto € 50 milioni.
La Figura 3.1 aggiorna a tutto il 2016 l'andamento temporale delle emissioni di mini-bond a partire dall'entrata in vigore delle riforme iniziate con il Decreto 'Sviluppo' del 2012. La fase di avvio del mercato fu caratterizzata da emissioni abbastanza sporadiche e di importo mediamente elevato, spesso sopra la soglia di € 500 milioni, e che quindi non rientrano nella definizione da noi adottata di mini-bond.
I primi segnali di crescita arrivano nella seconda metà del 2013 e soprattutto nella seconda metà del 2014. Il 2015 e il 2016 hanno mostrato un *trend* di crescita oltremodo lineare; nel mese di dicembre 2016 si è registrato il record nel flusso mensile di emissioni, con ben 29 collocamenti di diversi titoli.
Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni. Abbiamo però anche 26 cambiali finanziarie (si veda il Box 3.1 a loro dedicato), pari all'8,9% del campione.
La Figura 3.2 descrive invece l'andamento temporale rispetto al controvalore delle emissioni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2016 è pari a € 11,537 miliardi; il contributo di flusso relativo al 2016 è stato pari a € 3,569 miliardi mentre quello del 2015 era

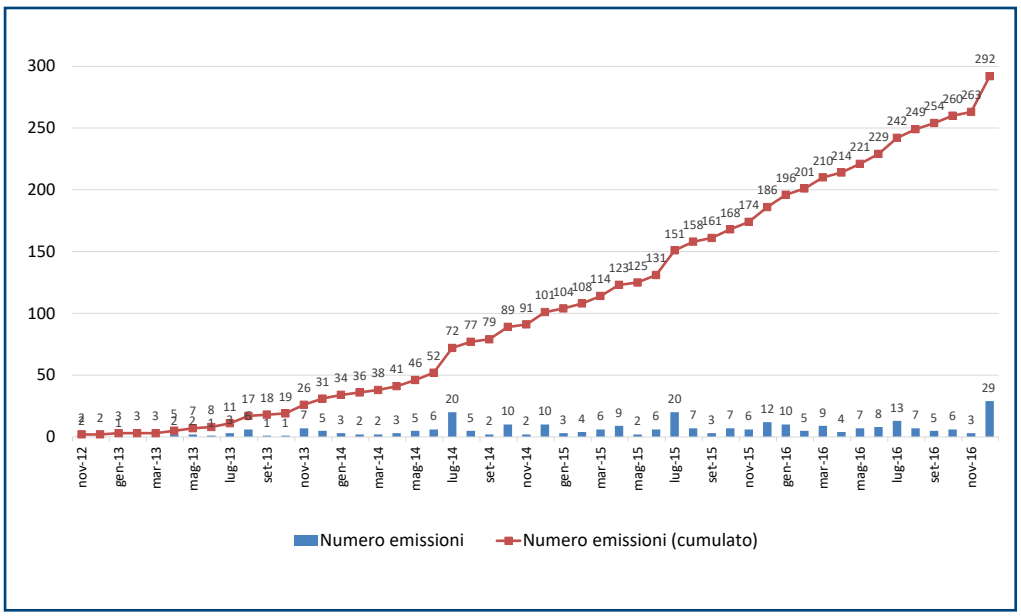


Figura 3.1

Flusso temporale delle emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2016. Campione: 292 emissioni

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 3.1

Le cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie ed aventi una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione. Sono classificate come strumenti di raccolta del risparmio e devono essere emesse con la clausola 'senza garanzia' per tutelare il girante in caso di inadempimento dell'emittente. La normativa di riferimento è contenuta nella Legge 43/1994.

Il Decreto 'Sviluppo' del 2012 ha semplificato l'emissione di cambiali finanziarie, anche in forma dematerializzata per il tramite di una società autorizzata alla gestione accentrata di strumenti finanziari. Le società non quotate sui mercati borsistici possono ora emettere cambiali finanziarie con l'assistenza fornita da uno '*sponsor*' che supporta l'emissione di detti titoli, sempre che il loro bilancio sia certificato da una società di revisione. Lo *sponsor* è un intermediario finanziario e assiste l'emittente in tutte le fasi del collocamento; deve segnalare, per ciascun emittente, se l'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente, come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato. Deve anche classificare pubblicamente l'emittente in una fra almeno 5 categorie di qualità creditizia. Egli deve inoltre sottoscrivere una porzione del collocamento (secondo determinate percentuali comprese fra il 2% e il 5%). Sono previste deroghe agli obblighi che riguardano il ruolo dello *sponsor* solo se l'emissione è fatta da una grande impresa ed è garantita almeno parzialmente da un soggetto terzo.

Così come le obbligazioni, anche le cambiali finanziarie possono essere sottoscritte solo da investitori professionali.

Alla data del 31 dicembre 2016, fra i titoli censiti dall'Osservatorio risultavano presenti 26 cambiali finanziarie, per un ammontare nominale totale pari a € 63.200.000. Le scadenze risultano comprese fra 1 mese e 3 anni mentre i tassi di interesse annuali variano da 1,5% a 7%. Le imprese emittenti in realtà sono molto meno (6) poichè tipicamente i programmi di emissione sono di tipo '*rolling*' (ovvero allo scadere di una cambiale ne viene emessa un'altra, il che avviene di frequente per titoli a breve termine). La seguente Tabella 3.1 elenca le operazioni che si riferiscono al 2016, anno in cui tre nuove emittenti (Arti Grafiche Boccia SpA, Condor SpA e Gestioni Piccini Srl) si sono affacciate sul mercato.

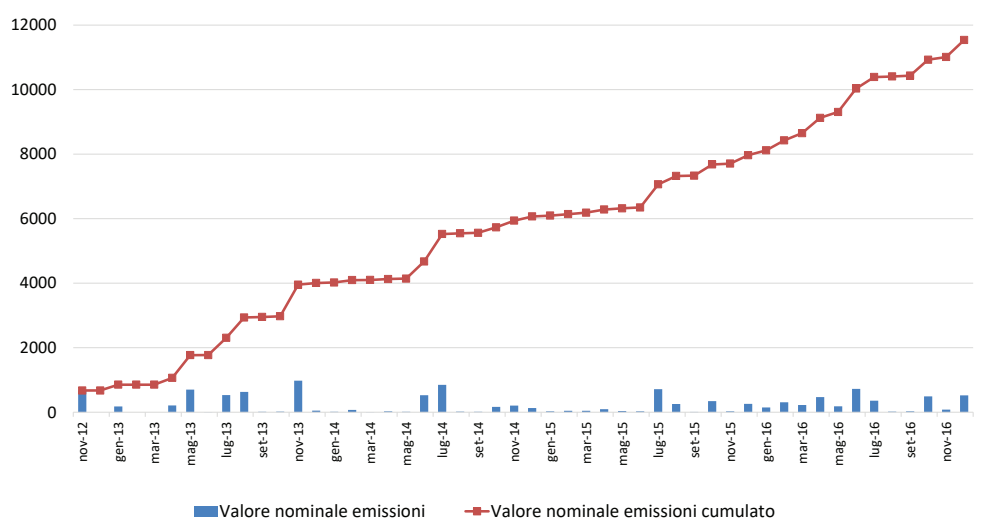
Tabella 3.1

Le emissioni di cambiali finanziarie classificabili come 'mini-bond' nel corso del 2016

Emittente	Data emissione e scadenza	Valore nominale	Cedola annuale	*Sponsor*
Finanziaria Int. H. SpA	gennaio 2016 (9 mesi)	EUR 5.900.000	2,25%	Non previsto
Finanziaria Int. H. SpA	gennaio 2016 (3 mesi)	EUR 5.000.000	1,75%	Non previsto
Finanziaria Int. H. SpA	febbraio 2016 (1 mese)	EUR 3.000.000	1,5%	Non previsto
Arti Grafiche Boccia SpA	giugno 2016 (11 mesi)	EUR 1.000.000	5,15%	Unica SIM
Condor SpA	agosto 2016 (12 mesi)	EUR 200.000	3,45%	Unica SIM
Gestioni Piccini Srl	settembre 2016 (30 mesi)	EUR 525.000	5,0%	SICI SGR
Gestioni Piccini Srl	settembre 2016 (36 mesi)	EUR 525.000	5,0%	SICI SGR

Figura 3.2

Flusso temporale del controvalore di emissione di mini-bond fino al 31 dicembre 2016. Dati in milioni EUR. Campione: 292 emissioni



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

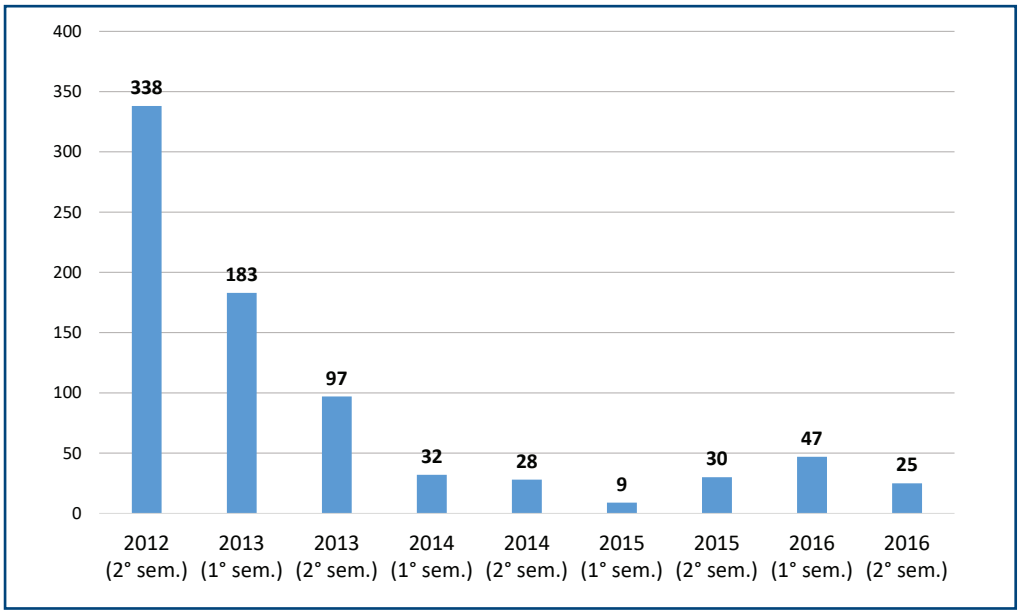


Figura 3.3

Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni EUR). Campione: 292 emissioni

stato pari a € 1,770 miliardi). Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 1,281 miliardi mentre se consideriamo solo le emissioni inferiori o uguali a € 50 milioni (fatte da grandi imprese e PMI), il capitale collocato ammonta a € 2,027 miliardi. Le emissioni caratterizzate da un importo inferiore o uguale a € 50 milioni sono la maggioranza (245, pari all'83,9% del campione) mentre le altre emissioni (47, pari al 16,1%) risultano sopra la soglia identificata.

La Figura 3.3 aggiorna il dato sul valore medio del collocamento in ogni semestre. Nel 2012 e nel 2013 i valori medi risultano molto più alti. Come evidenziato nei Report precedenti, solo dal 2014 sono arrivate sul mercato in numero significativo le PMI. Il controvalore medio si è stabilizzato, e nel primo semestre 2016 è leggermente aumentato, con un valore di € 47 milioni, sceso a € 25 milioni nel secondo semestre.

La Figura 3.4 disaggrega il profilo temporale delle emissioni rispetto alla dimensione dell'emittente (PMI o grande impresa). In totale le emissioni fatte da PMI sono 148 (il 50,7%) contro le 144 fatte da grandi imprese (pari al 49,3%).

Nel 2016 la frazione di emissioni condotte da PMI è stata pari al 54,7% contro il 50,5% relativo al 2015. Nella seconda parte dell'anno c'è stato un 'ritorno' sul mercato delle emissioni di grandi imprese, con ben 9 emissioni in luglio e 17 in dicembre.

La Figura 3.5 distingue invece le emissioni fatte da società già quotate su un mercato borsistico azionario rispetto alle altre. Nel primo caso si tratta di 26 collocamenti (l'8,9% del

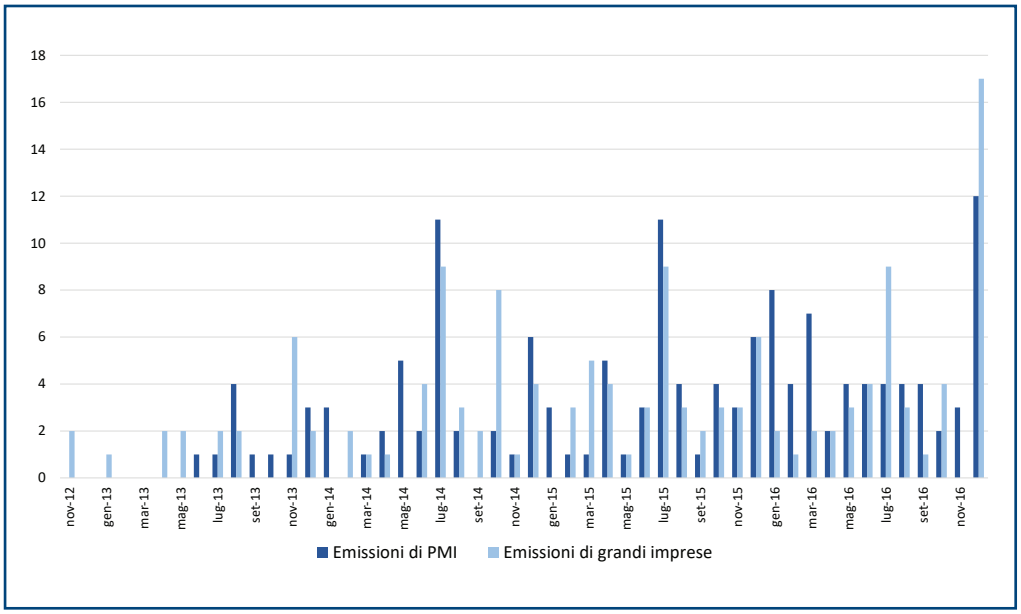


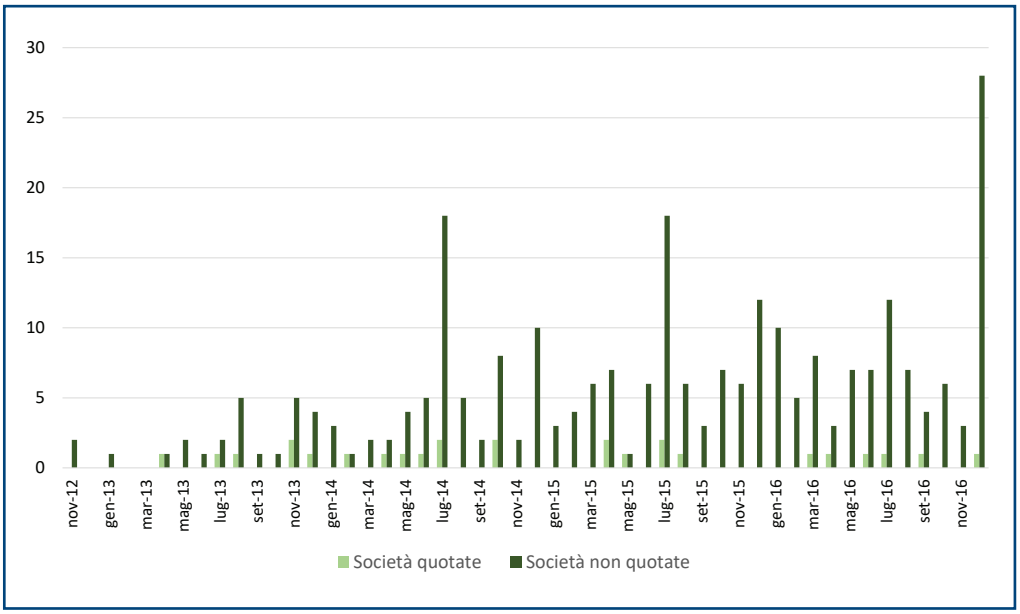
Figura 3.4

Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa). Campione: 292 emissioni

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.5

Flusso temporale delle emissioni di mini-bond: società già quotate rispetto alle non quotate. Campione: 292 emissioni



campione, di cui 6 nel 2016) mentre la maggioranza dei mini-bond è stata emessa da imprese non quotate (266 casi, pari al 91,1%). Vale la pena notare che la nostra ricerca non considera le emissioni di obbligazioni convertibili fatte da società già quotate in Borsa, poichè questi titoli sono di norma scambiati su un mercato borsistico regolamentato, aperto a qualsiasi tipo di investitore.
La Tabella 3.2 riassume le statistiche relative al valore nominale dell'emissione in funzione di alcune diverse caratteristiche dell'emittente.

Tabella 3.2

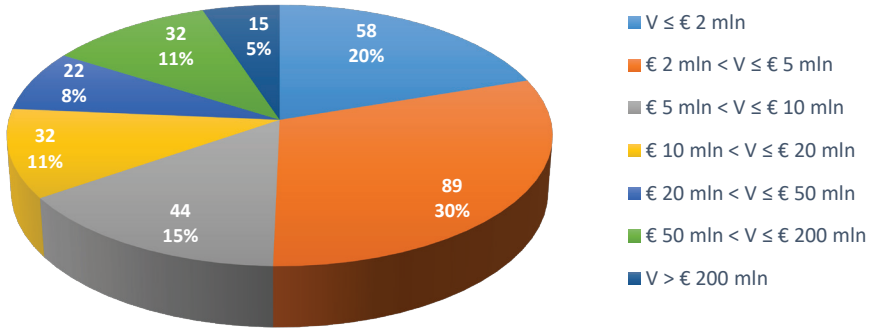
Statistiche sul controvalore nominale medio dell'emissione. Campione: 291 emissioni di mini-bond

(valori in milioni EUR)	Sì	No
Emittente classificata come PMI	8,661	71,714
Emittente già quotata in Borsa	79,551	33,477
Emittente appartiene al settore finanziario	24,139	41,905
Media totale	39,643	

La distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni è invece riportata nella Figura 3.6, dove si nota che la metà delle osservazioni mostra un controvalore compreso fra € 2 milioni e € 10 milioni. Ben 58 emissioni (pari al 20% del campione) non superano € 2 milioni e la percentuale è cresciuta rispetto all'anno scorso. Si nota

Figura 3.6

Distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni. Campione: 292 emissioni di mini-bond



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

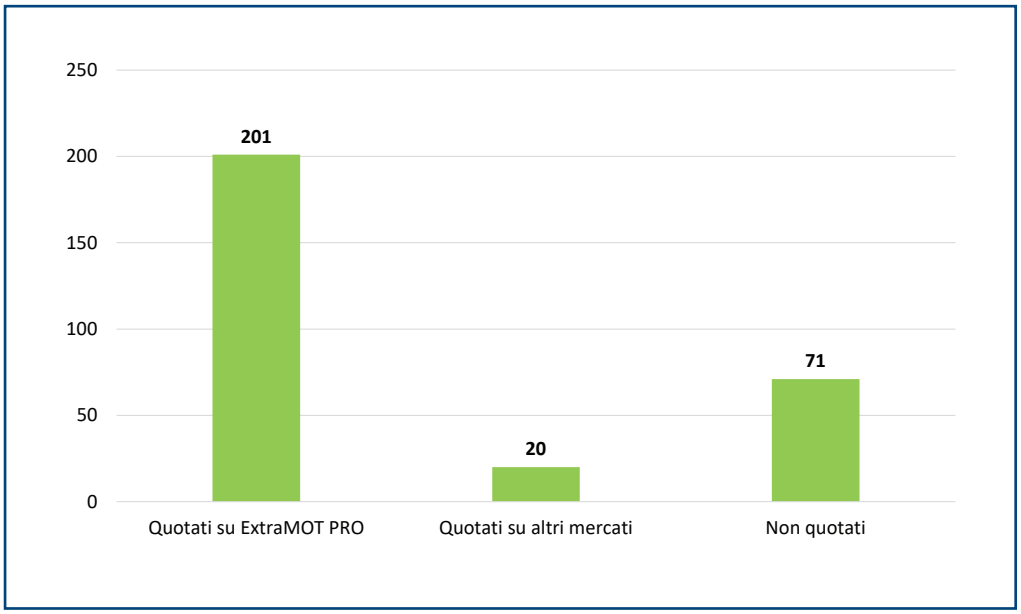


Figura 3.7

Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico. Campione: 292 emissioni

una differenza significativa sia (ovviamente) per quanto riguarda le grandi imprese sia per le società già quotate in Borsa. Il valore medio per l'intero campione è pari a € 39,643 milioni. Limitandoci alle imprese che non appartengono al settore finanziario, tale statistica sale a € 41,905 milioni. Considerando le sole PMI, il valore medio è € 8,661 milioni. Un'ultima nota statistica riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 286 mini-bond censiti (si veda la Figura 3.7). La grande maggioranza (201, pari al 68,8%) è stata quotata sul segmento ExtraMOT PRO (si veda il paragrafo dedicato nel Capitolo 1) mentre 71 (pari al 24,3%) non sono state quotate su alcun listino. In realtà se si considerano solo le emissioni del 2016 le non quotate sono 31 (il 29,2%) e le quotate sono 75 (il 71,8%). Si conferma dunque la tendenza già emersa nel 2015 verso una relativa minore propensione alla quotazione del titolo. Completano il quadro 20 emissioni quotate su altri mercati (di cui 11 nel 2016, anno in cui si nota un flusso verso il Terzo Mercato della Borsa viennese).

Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei 292 mini-bond del campione, nonchè la remunerazione offerta al mercato. Per quanto riguarda la scadenza, la Figura 3.8 suddivide il campione in diverse fasce. Si nota che la maggioranza dei mini-bond prevede una scadenza compresa fra 4 e 5 anni (ben 82, ovvero il 28,1% del campione) ma c'è una

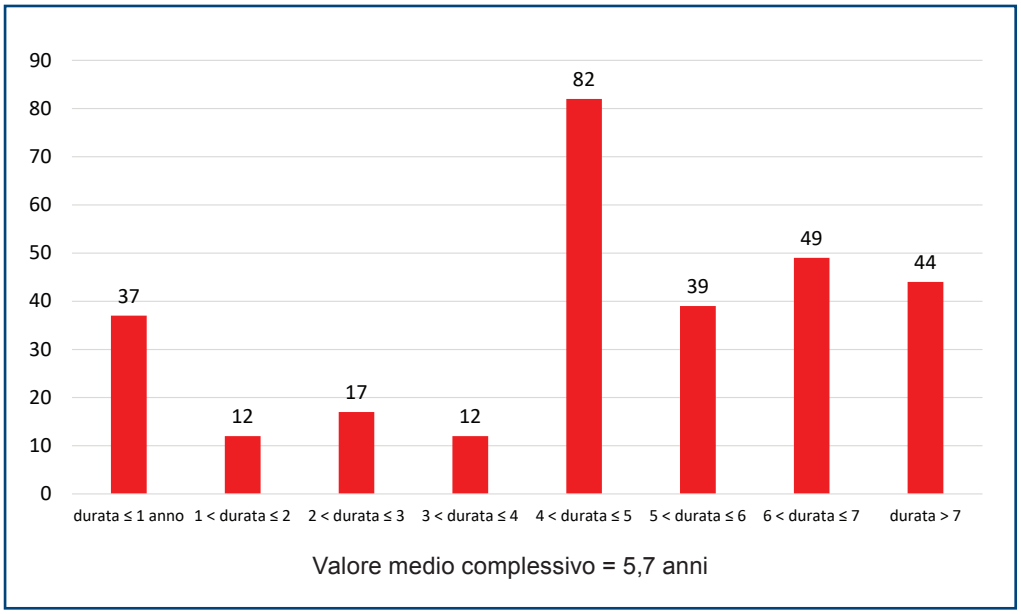
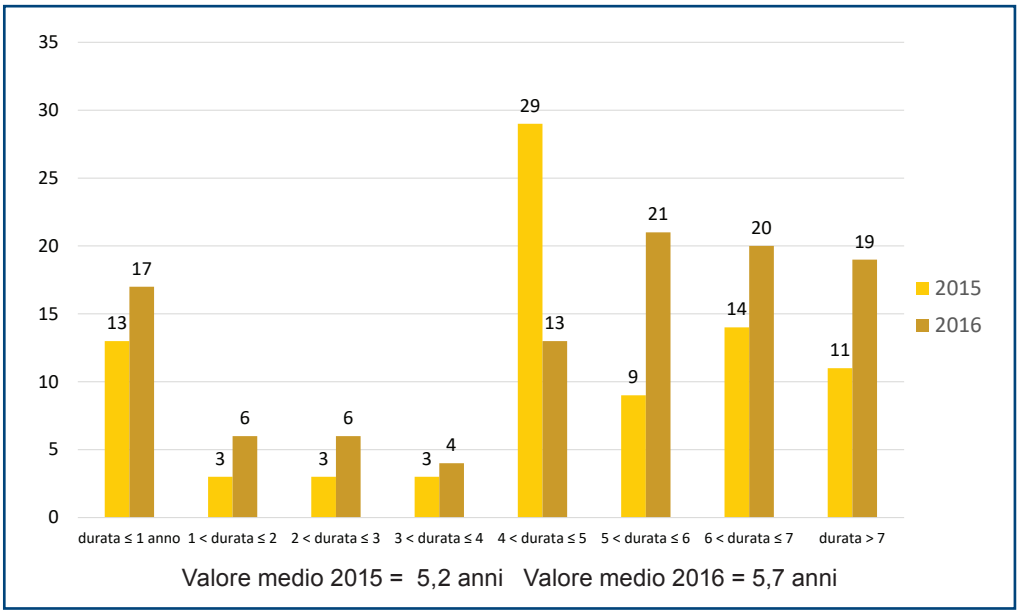


Figura 3.8

Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 292 emissioni di mini-bond

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.9
Distribuzione della scadenza dei mini-bond: confronto fra 2015 e 2016



Leonardo Frigiolini (Frigiolini & Partners)

"I minibond si diffonderanno fra le PMI quanto più in fretta verrà abbattuta l'asimmetria informativa in cui esse attualmente versano. In altre parole siamo di fronte ad un problema 'culturale' e non meramente 'finanziario'. Il mini-bond 'short term' può dare una grossa mano in termini di education delle aziende"

certa dispersione. Abbiamo ben 37 titoli con scadenza fino a un anno (dovuti anche alla specializzazione di alcuni operatori del mercato come Frigiolini & Partners Merchant sui cosiddetti '*mini-bond short term*') e per contro 44 titoli con scadenza superiore alla soglia dei 7 anni.

La Figura 3.9 mette in luce l'evoluzione nel corso del 2016, anno in cui sono 'crollate' le emissioni con scadenza più frequente negli anni passati (quella appunto fra 4 e 5 anni, passate da 29 a 13) e sono invece aumentati tutti gli altri casi. Il valore medio è tornato a crescere (5,7 anni contro 5,2 anni nel 2015) a significare che diverse imprese hanno approfittato dei mini-bond, in un contesto di tassi di interesse bassi sul mercato, per assicurarsi un finanziamento di medio-lungo termine.

La Figura 3.10 mostra le differenze nella scelta della scadenza confrontando PMI e grandi imprese. Per le PMI la scadenza è in generale inferiore, e si notano ben 30 emissioni con durata massimo di un anno, proprio per questo gruppo di emittenti. Le grandi imprese sembrano invece essere relativamente 'assenti' sulle scadenze inferiori a 4 anni e predominano invece sulle scadenze superiori.

Non sempre la scadenza del titolo coincide con il rimborso del capitale (modalità *bullet*), come invece accade tipicamente per le obbligazioni emesse da grandi imprese o da Stati sovrani. Nel caso dei mini-bond è diffusa la pratica di rimborsare il capitale progressivamente nel corso del tempo (modalità *amortizing*). Ciò serve a ridurre la *duration*[1], e quindi il rischio, per l'investitore, 'spalmando' l'impegno finanziario dell'emittente su più esercizi contabili.

La Tabella 3.3 evidenzia che la modalità *bullet* è la più utilizzata (nel 54,5% dei casi) sebbene anche nel 2016 la frequenza delle emissioni *amortizing* sia relativamente aumentata, confermando il *trend* dell'anno precedente. Quest'ultima modalità è relativamente più frequente per le PMI, per le emissioni sotto € 50 milioni e soprattutto per quelle a lunga scadenza. La modalità *bullet* è invece preferita dalle società quotate in Borsa, dalle società finanziarie, nelle grandi emissioni e in quelle a breve scadenza.

La Figura 3.11 proietta nel tempo i flussi di rimborso del capitale relativi ai mini-bond del campione (ovviamente per quelli non ancora scaduti). In base ai regolamenti delle emissioni e tenendo conto delle diverse *maturity* (*bullet* o *amortizing*) sono stati calcolati i flussi finanziari complessivi destinati alla *redemption* della quota capitale. Si tratta di un elemento di analisi interessante per l'industria dei mini-bond italiana, perchè offre un quadro delle opportunità di rifinanziamento futuro dei titoli.

Si nota una prima 'tappa' importante nel 2018, quando saranno da rimborsare più di € 1,7 miliardi, ma anche nel 2019 e soprattutto nel 2021 è previsto un fabbisogno superiore a € 1,5 miliardi. Nel complesso i dati mostrano che la *duration* media del portafoglio dei mini-bond italiani, alla data del 1 gennaio 2017, è di poco superiore a 4 anni.

[1] La *duration* è la vita media ponderata dei flussi di cassa futuri di un'obbligazione. È proporzionale alla volatilità del valore del titolo, rispetto ad una variazione dei tassi di interesse sul mercato.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

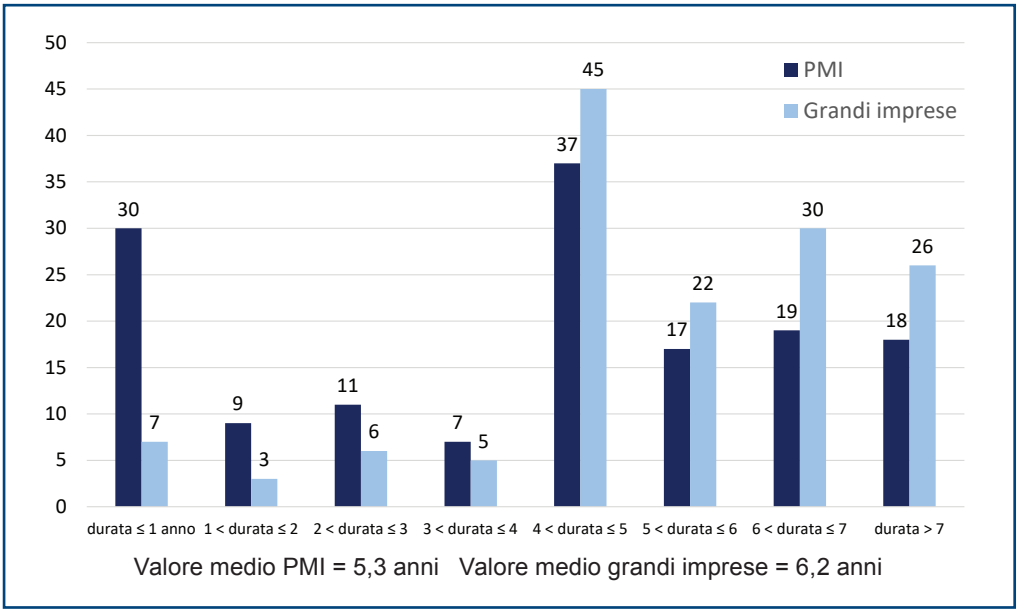


Figura 3.10

Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese. Campione: 292 emissioni

Modalità di rimborso:	*Bullet*	*Amortizing*	n.d.
Tutto il campione	54,5%	44,2%	1,3%
PMI	50,7%	48,6%	0,7%
Grandi imprese	58,3%	40,2%	1,4%
Società quotate in Borsa	80,8%	19,2%	-
Società non quotate in Borsa	51,9%	47,0%	1,1%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	47,8%	51,0%	1,2%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	89,4%	10,6%	-
Società non finanziarie	49,4%	49,4%	1,2%
Società finanziarie	89,2%	10,8%	-
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	79,8%	19,2%	1,0%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	40,4%	58,5%	1,1%

Tabella 3.3

Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale. Campione: 292 emissioni di mini-bond

Per quanto riguarda la remunerazione del mini-bond, essa avviene attraverso il pagamento di una cedola periodica, definita nel Regolamento in percentuale rispetto al valore nominale. La cedola può essere fissa e costante per tutta la durata del prestito oppure variabile e indicizzata a un qualche parametro osservabile di mercato (in genere ad

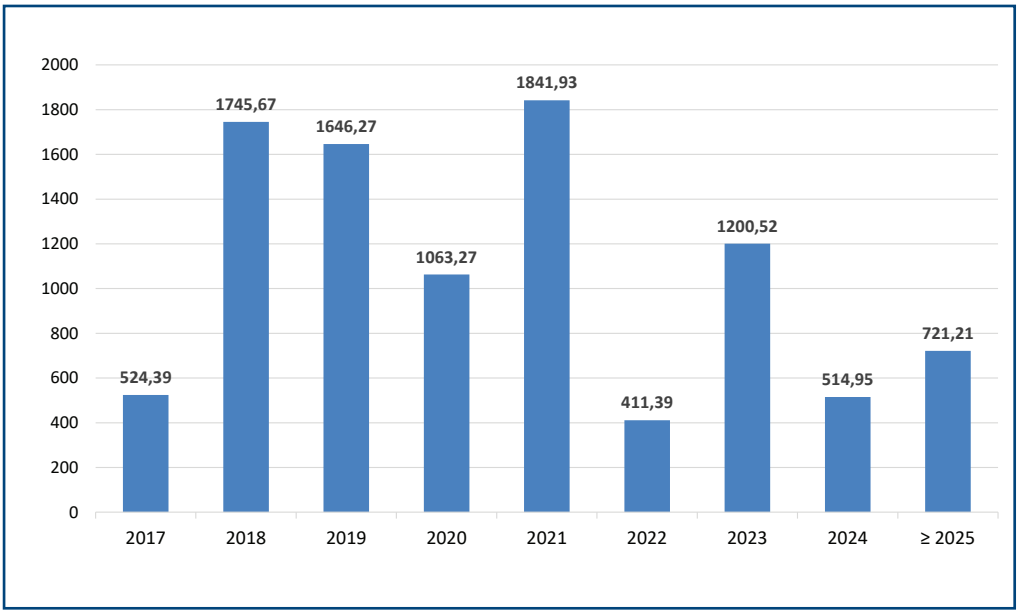


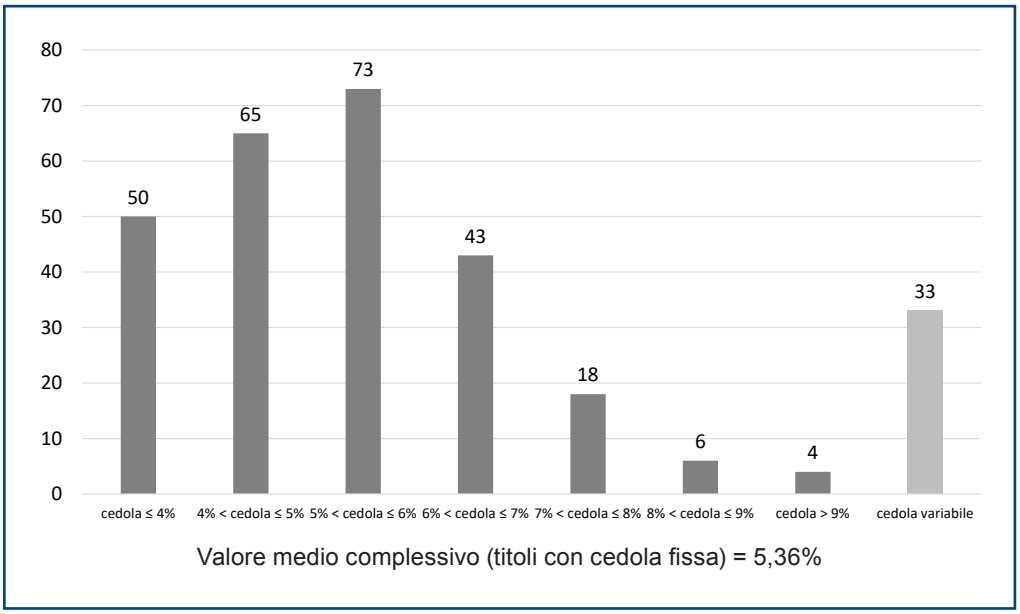
Figura 3.11

Controvalore totale delle emissioni di mini-bond del campione in scadenza nei prossimi anni. Valori in milioni EUR

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.12

Distribuzione della cedola dei mini-bond. Campione: 292 emissioni



un tasso interbancario rappresentativo dell'equilibrio corrente sul mercato monetario, come l'Euribor[2]).

Inoltre la cedola annuale può essere liquidata in date di godimento differenziate (ogni anno, ogni semestre, ogni trimestre, ...): a parità di tutto il resto, il pagamento anticipato degli interessi rappresenta un vantaggio per l'investitore, rispetto al costo opportunità del capitale, e contribuisce a incrementare l'IRR (*internal rate of return*).

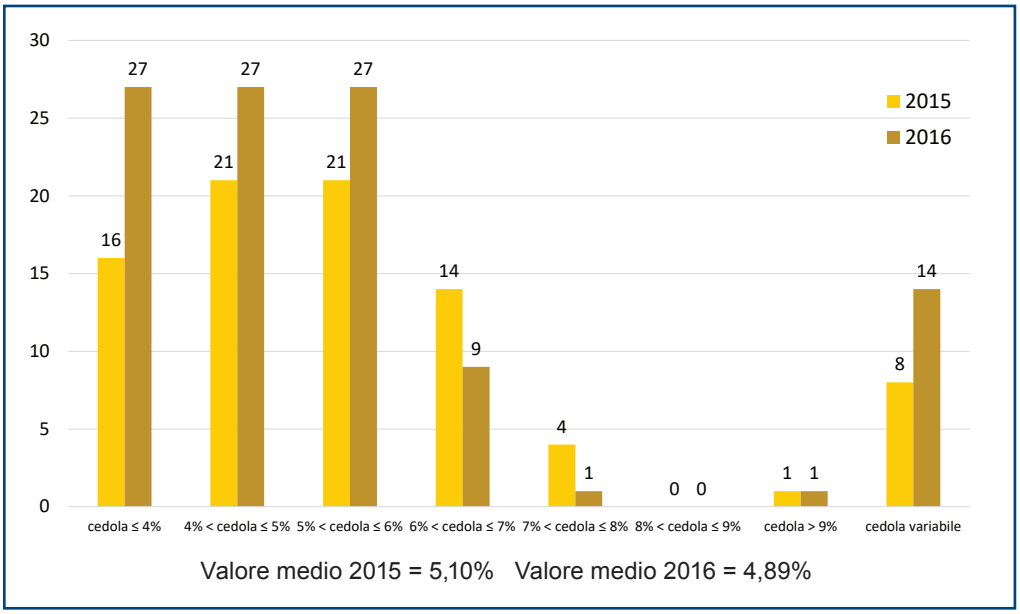
La Figura 3.12 evidenzia che la quasi totalità dei mini-bond del campione paga una cedola fissa: solo 33 emissioni (l'11,3% dei casi) prevedono una cedola variabile.

La cedola fissa si 'concentra' attorno a valori compresi fra il 5% e il 6%. Il valore medio è 5,36%, mentre il valore mediano è 5,40%. La distribuzione sembra abbastanza omogenea attorno al valore medio; chiaramente l'importo della cedola dipende da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla struttura per scadenza dei tassi). Inoltre la cedola sarà proporzionale al possibile rischio di insolvenza dell'emittente: maggiore è il rischio percepito, maggiore sarà il premio di rendimento richiesto dagli investitori. Infine, data la scarsa liquidità dei mini-bond sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che ci aspettiamo essere maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell'emissione e nel caso essa non sia quotata.

[2] Il tasso Euribor (Euro Inter-Bank Offered Rate) è il tasso di interesse su base annuale praticato dalle banche sui prestiti interbancari, a varie scadenze, nelle piazze finanziarie europee.

Figura 3.13

La cedola dei mini-bond: confronto fra 2015 e 2016



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

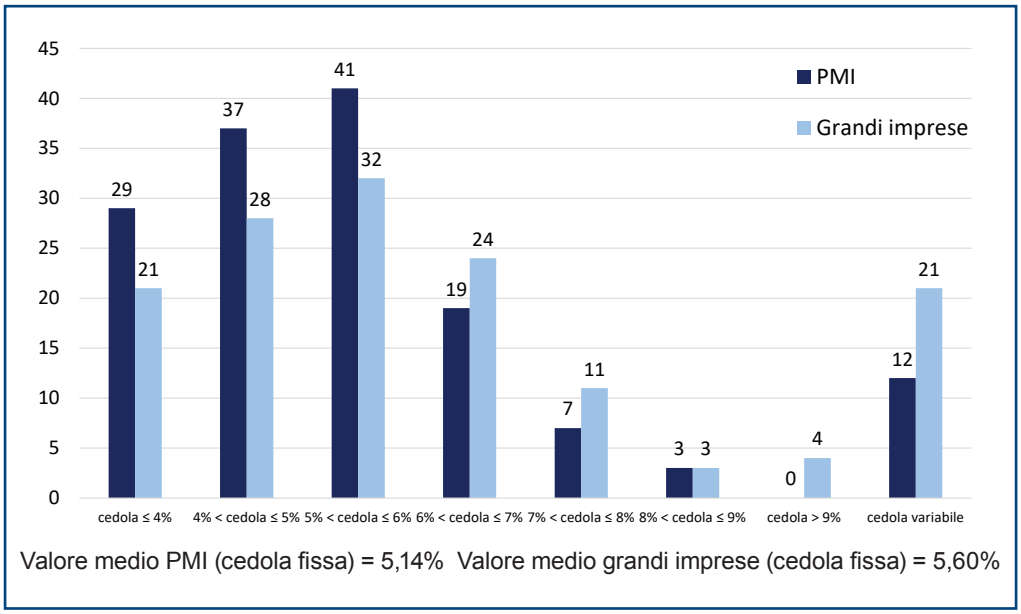


Figura 3.14

Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 292 emissioni

La Figura 3.13 mostra che nel corso del 2016 si è assistito ad un ulteriore decremento della cedola media, e quindi del costo del capitale. Per la prima volta la cedola media è scesa sotto la soglia del 5% (4,89%). È interessante notare anche la maggiore frequenza della scelta della cedola variabile, forse richiesta dagli investitori che potrebbero attendersi per il futuro un aumento dei tassi di interesse sul mercato.

La Figura 3.13 riporta la distribuzione del valore della cedola distinguendo fra emissioni fatte da PMI e da grandi imprese. Si nota che la cedola variabile è relativamente preferita dalle grandi imprese. Come evidenziato l'anno scorso, a prima vista può sembrare che il costo del debito per le grandi imprese sia maggiore rispetto alle PMI (i valori medi sono rispettivamente 5,60% e 5,14%), ma non va dimenticato (si veda la Figura 3.10) che le PMI tendono ad emettere mini-bond su scadenze più brevi.

La stessa impressione si potrebbe ricavare considerando la Figura 3.15, che separa le emissioni sopra € 50 milioni dalle altre. Infatti i collocamenti più piccoli remunerano il capitale a condizioni migliori, ma anche in questo caso ciò è legato alla diversa *duration*. Per tenere conto sia del fattore 'dimensione' che del fattore 'scadenza' la Figura 3.16 disaggrega il campione delle emissioni con cedola fissa considerando insieme entrambi i fattori. Si noti che la cedola media associata alle PMI è significativamente maggiore rispetto a quella associata alle grandi imprese sulla scadenze superiori a 2 e fino a 4 anni, mentre si registrano valori più contenuti sulle scadenze a 6 anni e oltre.

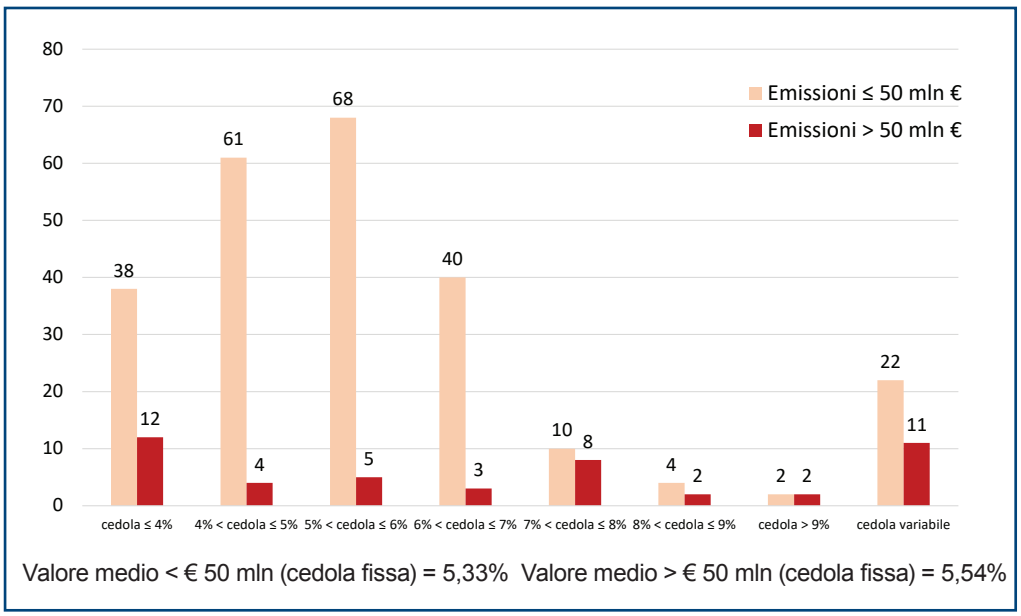


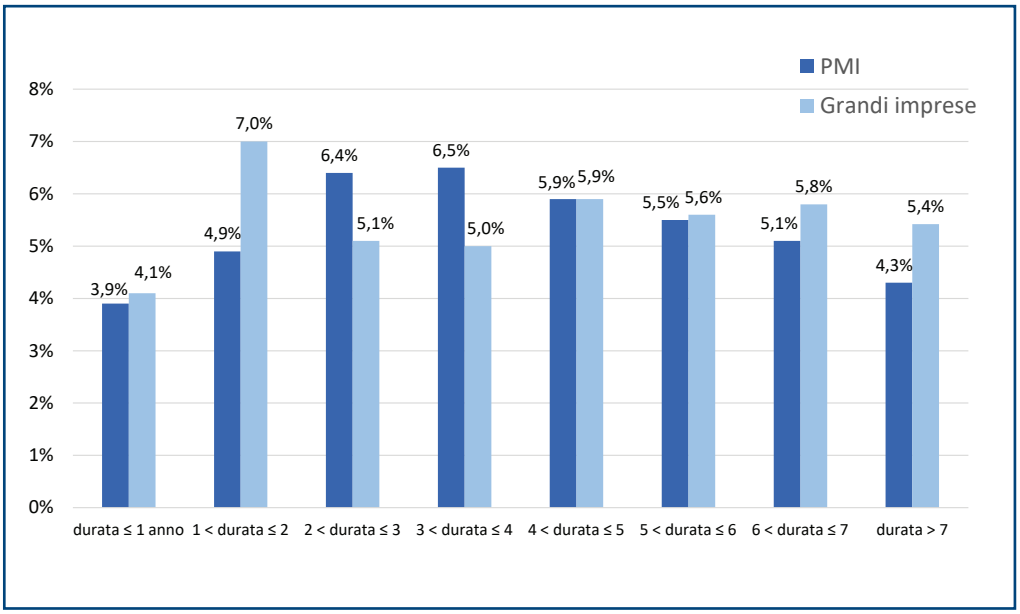
Figura 3.15

Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto 50 milioni EUR. Campione: 292 emissioni

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.16

Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze. Campione: 259 emissioni con cedola fissa



Bisogna infine sottolineare che la remunerazione per l'investitore è anche determinata dal prezzo di emissione. Nella quasi totalità dei casi i mini-bond sono collocati al valore nominale (100), ma nel campione esistono delle eccezioni. Per citare alcuni esempi, due collocamenti di IFIR S.p.A. sono stati prezzati rispettivamente a 99 e 96 mentre i mini-bond di Wiit e GI Plast sono stati collocati a 98.

Il *rating*

Il *rating* è certamente l'informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell'emittente. Si tratta infatti di un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale[3].

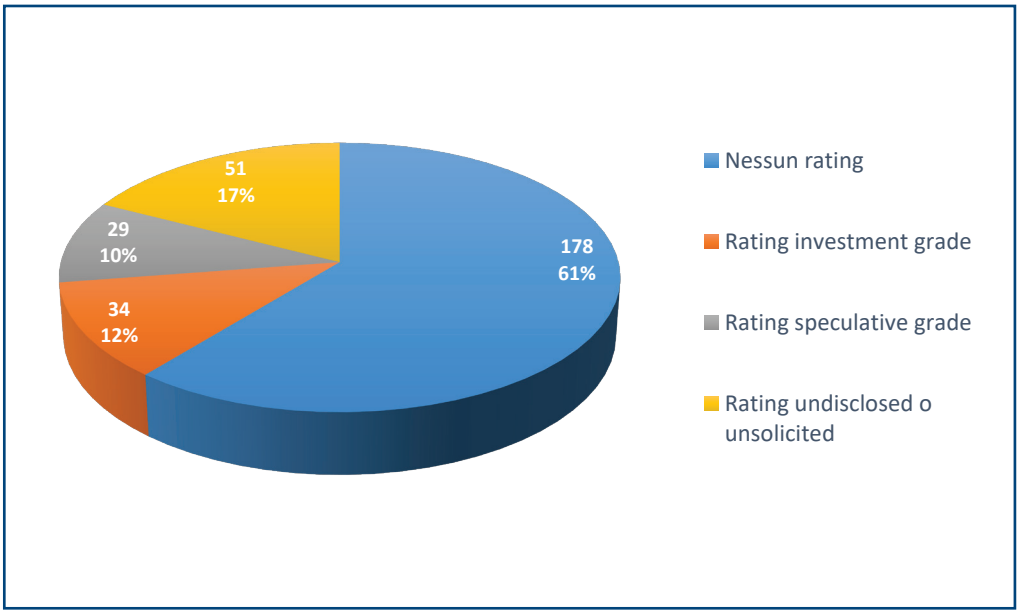
Ogni *rating agency* possiede una propria scala di valutazione, dove verrà 'posizionato' l'emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa.

L'emissione del *rating* non è obbligatoria. Diventa quindi interessante analizzare se i mini-bond che appartengono al campione di analisi abbiano fatto ricorso a questa opzione. Vale anche la pena ricordare che il giudizio di *rating* può essere comunicato pubblicamente (*disclosed*) oppure può essere mantenuto riservato (*undisclosed*). In genere se il

[3] Un maggiore approfondimento sulla tematica del *rating* è proposto nel Capitolo 4, pagina 59.

Figura 3.17

Presenza del *rating* sui mini-bond. Campione: 292 emissioni



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

giudizio di *rating* è richiesto dall'impresa stessa (*solicited*) esso viene anche comunicato al pubblico, mentre tendenzialmente rimane confidenziale se è richiesto dagli investitori (ad esempio interessati a capire il profilo di rischio dell'impresa candidata all'emissione) o da altri soggetti (in questi casi il *rating* è definito *unsolicited*).
La Figura 3.17 evidenzia che il 61% delle emissioni non è accompagnata da un *rating* (178 casi). Abbiamo 34 emissioni (il 12%) associate a un *rating* '*investment grade*' (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB nella scala utilizzata da Standard & Poor's, o equivalente) e 29 (10%) con *rating* inferiore alla soglia indicata ('*speculative grade*'). Infine abbiamo ben 51 emissioni (17%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non 'pubblico' richiesto in genere dall'investitore.
La Tabella 3.4 ci fa meglio capire quali tipologie di emissioni ricorrono più probabilmente al *rating*.

Tabella 3.4
Statistiche sull'attribuzione del *rating*. Campione: 292 emissioni di mini-bond

Attribuzione del *rating*:	Nessun *rating*	Sì (*investment grade*)	Si (*speculative grade*)	Sì (*undisclosed* o *unsolicited*)
Tutto il campione	61,0%	11,6%	9,9%	17,5%
PMI	71,0%	4,7%	5,4%	18,9%
Grandi imprese	50,7%	18,7%	14,6%	16,0%
Società quotate in Borsa	65,4%	19,2%	3,9%	11,5%
Società non quotate in Borsa	60,5%	10,9%	10,5%	18,1%
Emissioni uguali o < 50 milioni EUR	63,3%	12,2%	3,7%	20,8%
Emissioni > 50 milioni EUR	48,9%	8,5%	42,6%	-
Società non finanziarie	57,6%	12,2%	10,2%	20,0%
Società finanziarie	83,8%	8,1%	8,1%	-
Mini-bond con scadenza < 5 anni	75,0%	12,5%	4,8%	7,7%
Mini-bond con scadenza = o > 5 anni	53,2%	11,1%	12,8%	22,9%

Il *rating* 'pubblico' è tipico delle emissioni fatte da grandi imprese, e per collocamenti di grandi dimensioni. Molto meno frequente è il ricorso a tale segnale per le emissioni a breve termine, per le società finanziarie e per le PMI. Si può ipotizzare che da una parte le PMI siano più sensibili nel 'risparmiare' rispetto a questo costo, rinunciando ai possibili benefici, dall'altra parte è lecito pensare che per una piccola impresa, che intende collocare un ammontare ridotto di mini-bond, vi sia la possibilità di un'interlocuzione 'diretta' con gli investitori interessati, i quali potranno valutare in prima persona la situazione patrimoniale-reddituale dell'emittente. Il *rating* 'privato' è più frequente per le emissioni con scadenza uguale o superiore a 5 anni. È interessante osservare una certa frequenza del *rating* '*speculative grade*' per le emissioni sopra € 50 milioni mentre nelle piccole emissioni prevale il giudizio '*investment grade*'.

Fabrizio Negri (Cerved Rating Agency)

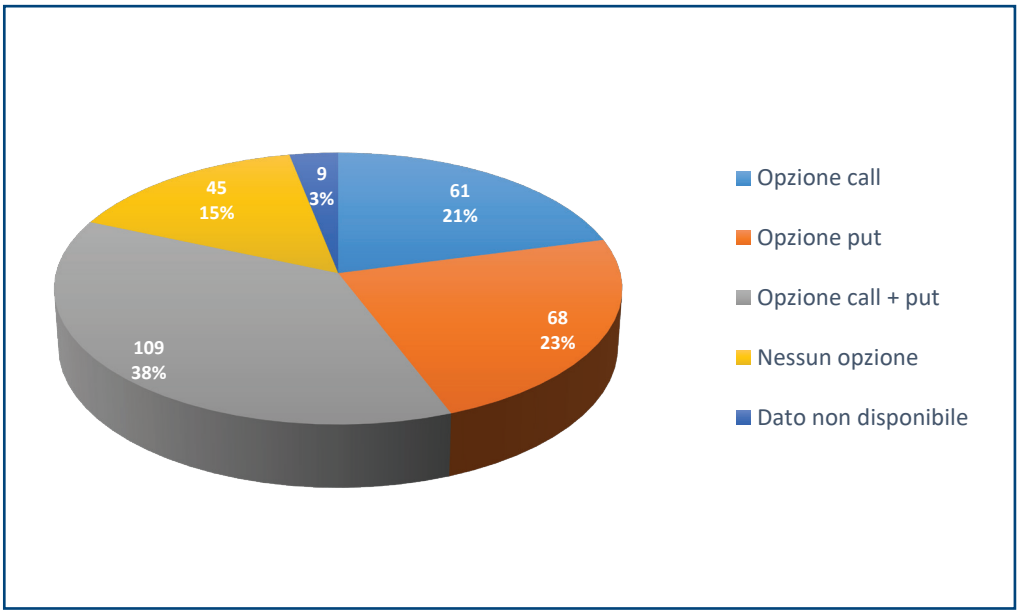
"Anche nel 2016 abbiamo osservato un crescente interesse da parte delle PMI nei confronti dello strumento dei mini-bond. Dal lato della domanda, per la prima volta, abbiamo riscontrato un concreto interesse da parte di alcuni investitori internazionali che abbiamo supportato nella fase di valutazione dell'investimento"

Opzioni, *covenant* e garanzie

Un altro fattore che andrà ad incidere sulla remunerazione offerta dai mini-bond sarà la presenza nel Regolamento dell'emissione di eventuali opzioni, in capo all'emittente o all'investitore.
Nel caso di un mini-bond *callable*, a discrezione dell'impresa, in futuro il titolo potrà essere rimborsato anche prima della scadenza. Ciò potrebbe risultare opportuno se l'emittente intravede la possibilità di potersi rifinanziare a condizioni migliori, oppure se un inatteso ingresso di cassa permetterà di disporre della liquidità sufficiente per il rimborso. A parità di tutto il resto, questa opportunità avvantaggia l'impresa emittente, poichè si tratta di un'opzione che sarà esercitata quando ad essa conviene.
Esiste però anche la possibilità opposta. Il mini-bond potrebbe essere *putable*, ovvero prevedere la possibilità di rimborso anticipato, questa volta a discrezione del possessore.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.18
Presenza di opzioni *call* e/o *put*. Campione: 292 emissioni di mini-bond



In tal caso si sta offrendo un vantaggio all'investitore, al quale si darà l'opportunità di smobilizzare l'investimento nel futuro, anche prima della scadenza, se del caso.
Nel campione dei 292 mini-bond esaminati esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.18 evidenzia che più di un terzo del campione prevede entrambe le opzioni (109 emissioni pari al 38%). Vi sono invece 45 titoli (pari al 15% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *putable* sono 68 (il 23%) mentre quelli solo *callable* sono 61 (21%). Nel 2016 si verifica un aumento relativo della frequenza di titoli con la sola opzione di chiamata, mentre calano i casi in cui sono presenti entrambe le opzioni e la sola opzione *put*.
Anche in questo caso, per verificare quando è più comune l'utilizzo delle due opzioni di rimborso anticipato, il campione è stato disaggregato (si veda la Tabella 3.5).

Tabella 3.5
Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*. Campione: 292 emissioni di mini-bond

Presenza di opzioni:	Nessuna	*Call*	*Put*	*Call + put*	n.d.
Tutto il campione	15,4%	20,9%	23,3%	37,3%	3,1%
PMI	20,3%	25,7%	20,9%	31,8%	1,3%
Grandi imprese	10,0%	16,1%	25,8%	43,2%	4,9%
Società quotate in Borsa	15,4%	15,4%	30,8%	34,6%	3,8%
Società non quotate in Borsa	15,0%	21,4%	22,6%	37,6%	3,4%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	16,3%	20,0%	25,7%	34,7%	3,3%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	8,5%	25,5%	10,6%	51,1%	4,3%
Società non finanziarie	11,0%	20,0%	25,1%	40,0%	3,9%
Società finanziarie	43,2%	27,0%	10,8%	19,0%	-
Mini-bond con scadenza < a 5 anni	24,0%	27,9%	13,5%	33,6%	1,0%
Mini-bond con scadenza = o > 5 anni	10,1%	17,0%	28,7%	39,4%	4,8%

La presenza della sola opzione *call* è più comune fra le PMI, le società finanziarie e le emissioni a breve scadenza. Curiosamente la sola opzione *put* è invece relativamente più frequente per le società quotate in Borsa e (senza sorpresa) per le emissioni a più lunga scadenza. La presenza di entrambe le opzioni è molto frequente per le imprese e le emissioni di dimensione maggiore.
Altra tecnica per offrire una protezione agli investitori è quella di prestare una garanzia rispetto ad un'eventuale insolvenza. A parità di tutto il resto, la presenza di una garanzia su cui rivalersi, totale o parziale, può ridurre il costo del capitale per l'impresa emittente. In tal caso il mini-bond si qualifica come '*secured*', mentre in caso contrario si tratta di un titolo '*unsecured*'.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

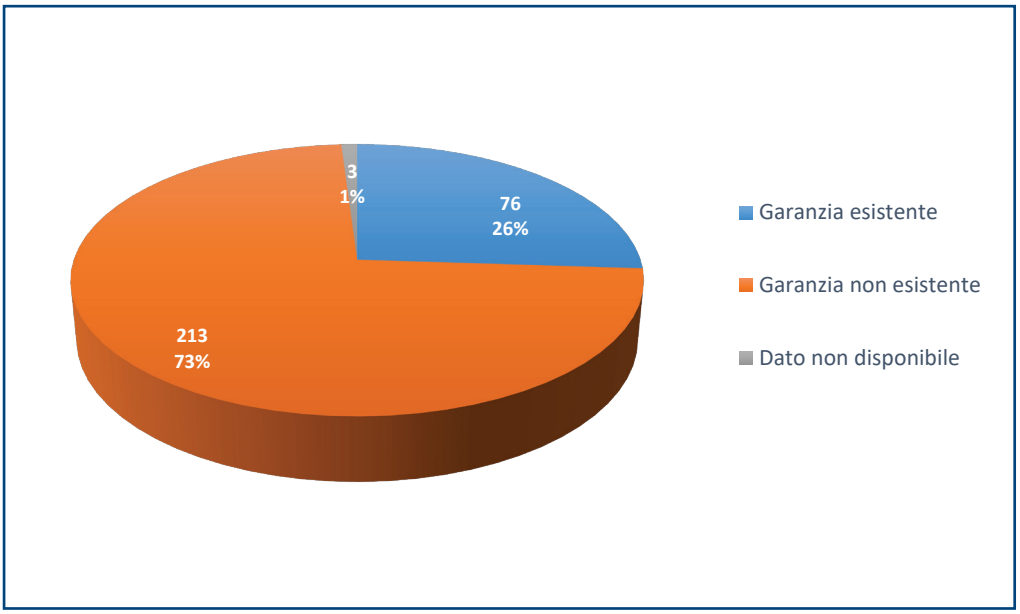


Figura 3.19

Presenza di garanzie relative al rimborso. Campione: 292 emissioni di mini-bond

Nel campione delle 292 emissioni di mini-bond, come testimonia la Figura 3.19, la presenza di una garanzia è piuttosto rara (compare solo in 76 casi, pari al 26%). In genere si tratta di ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente o fideiussioni fornite da soggetti terzi, ma non mancano casi più originali, documentati nel Box 3.2.
Nelle emissioni del 2016 si è riscontrato però un deciso aumento della frequenza: su 106 casi ben 37 (34,9%) la prevedevano, mentre la percentuale è rimasta al 13,6% fino al 2015. La garanzia compare più frequentemente per le emissioni di grandi imprese e per le scadenze di lungo termine. Il risultato è coerente con le ipotesi prima avanzate. Probabilmente le PMI trovano eccessivamente gravoso costituire una garanzia a servizio degli investitori, e potrebbero anche non disporre di adeguate competenze in tema. Le grandi imprese, e quelle già quotate in Borsa, che tendono - come visto - a fare collocamenti di medio-lungo termine, sono più disposte ad accettare una richiesta di questo tipo, anche per ridurre ulteriormente il costo del capitale rispetto a emissioni *unsecured*. Infine trattiamo il tema degli eventuali *covenant* finanziari offerti dalla società emittente al momento dell'emissione.

Vito Ronchi
(Tenax Capital Italy)

"Gli investimenti nei mini-bond delle PMI italiane restano un'opportunità interessante grazie alla sostanziale maggiore remunerazione rispetto ai tradizionali finanziamenti ed obbligazioni corporate di simile rischiosità e durata. Inoltre, se ben strutturati ed assistiti da garanzie capienti su beni aziendali, si riesce ad ottenere un recupero ben più agevole rispetto agli strumenti di credito bancario o unsecured in caso di default dell'emittente"

Box 3.2

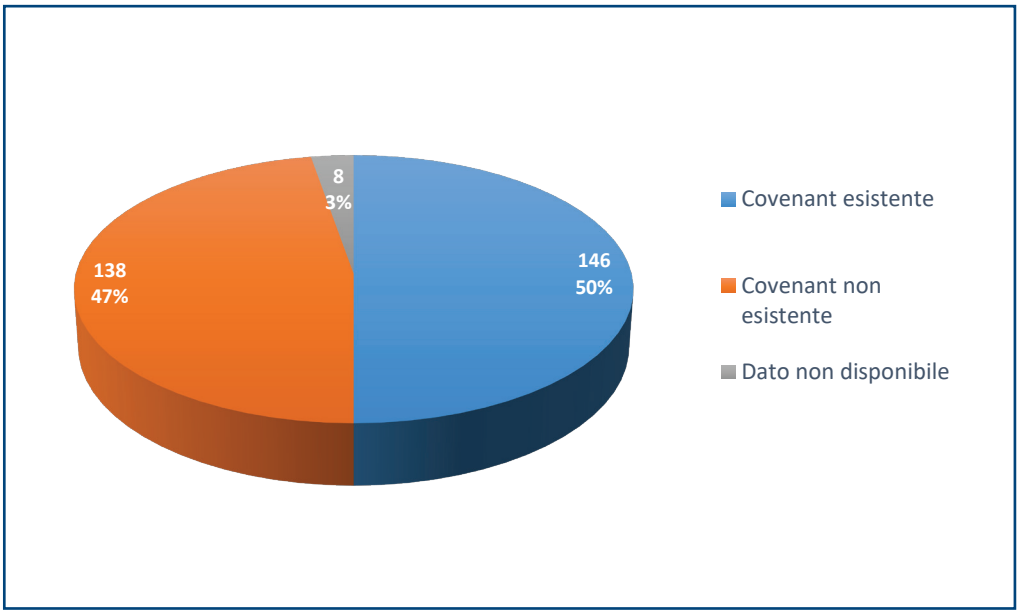
Quando la garanzia sui mini-bond si può bere, o mangiare

La garanzia posta a tutela dei creditori nei mini-bond riguarda in genere degli *asset* aziendali, quali una proprietà immobiliare, o una fideiussione.
Non mancano però casi originali di emittenti che hanno offerto garanzie del tutto peculiari.
Nei primi mesi del 2016 la cooperativa modenese 4 Madonne Caseificio dell'Emilia, che produce 75.000 forme l'anno di Parmigiano Reggiano, coprendo quasi il 2% della produzione mondiale, ha emesso un mini-bond per € 6 milioni, quotato sul segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, scadenza gennaio 2022 e cedola annuale del 5%. Il rimborso del capitale è *amortizing* in cinque *tranche* annuali nella misura del 20% del valore nominale a partire da gennaio 2018.
La particolarità sta appunto nello strumento posto a garanzia, cioè un privilegio speciale sulle forme di Parmigiano in magazzino per un importo pari al 120% del valore dell'emissione. L'operazione è stata curata da Pairstech Capital Management come *arranger* e *global coordinator*, da Frame Capital in qualità di *co-arranger* e assistita da Hogan Lovells per la parte legale e dallo Studio Pederzoli&Associati come *advisor*.
Per non essere da meno, sempre nel 2016 Gestioni Piccini Srl (azienda vinicola fondata nel 1882, con 500 ettari di vigneti all'attivo e produttrice di Chianti Classico, Brunello di Montalcino ed Aglianico del Vulture) ha collocato un mini-bond anch'esso quotato su ExtraMOT PRO con cedola annuale pari al 5,5%, per un ammontare complessivo pari a € 5 milioni e una durata pari a 6 anni, con rimborso *amortizing* a partire dal 2018. L'emissione, sottoscritta da Iccrea Bancaimpresa e dal fondo Progetto Minibond Italia di Zenit SGR, è assistita da una garanzia sulle scorte di bottiglie di vino dell'emittente. L'operazione è stata seguita, in qualità di *arranger* ed *advisor*, dalla stessa Iccrea (assistita dallo studio legale Simmons&Simmons) insieme a Adb Corporate Advisory.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.20

Presenza di *covenant* finanziari da rispettare. Campione: 292 emissioni di mini-bond



Una delle problematiche che gli investitori in mini-bond devono affrontare, oltre all'elevato rischio intrinseco del *business* in cui investono, è il pericolo di comportamento opportunistico e di conflitti di interesse. In generale è interesse di chi investe in mini-bond monitorare costantemente la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa, per evitare che il rischio di insolvenza peggiori, con un'inevitabile conseguenza negativa sul valore del titolo mobiliare in portafoglio.

I *covenant* finanziari sono dei vincoli, esplicitamente dichiarati nel Regolamento del prestito, il cui mancato rispetto da parte dell'azienda emittente farà scattare uno o più eventi, mirati a salvaguardare l'interesse degli investitori (si veda il Box 3.3 per un approfondimento). Esempi tipici sono il rispetto di determinati *ratio* patrimoniali (quali l'incidenza del debito finanziario o della posizione finanziaria netta rispetto al totale

Box 3.3

Una tregua per non far scattare i *covenant*

I *covenant* contrattuali previsti nei regolamenti dei mini-bond devono essere attentamente considerati al momento dell'emissione. Essi non rilevano necessariamente in condizioni negative per l'impresa, ma possono scattare anche a seguito di qualsiasi operazione di finanza straordinaria. Ferrarini SpA, azienda reggiana produttrice di salumi e altri prodotti alimentari, ha collocato un mini-bond nel 2015; nel 2016 ha presentato un piano per la scissione parziale della società, nell'ambito di una riorganizzazione del gruppo. Nella nuova entità sarebbero state conferite alcune attività e anche il prestito obbligazionario. Per effetto dei *covenant* è stato necessario un passaggio nell'assemblea degli obbligazionisti, che hanno approvato all'unanimità l'operazione.
Nel 2016 abbiamo registrato anche casi di 'allerta' sui *covenant* per ragioni finanziarie-reddituali. Micoperi SpA, società attiva nei lavori marittimi in particolare nell'*offshore* petrolifero (nota per avere partecipato alle operazioni di recupero della Costa Concordia), ha raccolto € 35 milioni nel 2015 ma a causa del rallentamento degli investimenti nel settore *oil* & *gas* nell'agosto 2016 ha dovuto predisporre un nuovo piano industriale e rinegoziare con gli investitori una modifica del regolamento del mini-bond, trasformando fra l'altro il prestito da *bullet* ad *amortising* e rendendo più flessibili le soglie dei *covenant* rispetto ai parametri contabili.
Sempre le difficoltà nel settore *oil* & *gas* hanno spinto anche Trevi Finanziaria Industriale SpA a convocare a febbraio 2017 una assemblea degli obbligazionisti per chiedere soglie più 'morbide' rispetto ai parametri di verifica dei *covenant* per il mini-bond emesso nel 2014.
Altro caso è quello di Landi Renzo (progettazione e produzione di componenti e sistemi nei settori *automotive*, automazione industriale e *sound*) i cui obbligazionisti in dicembre 2016 sono stati chiamati a votare la proposta di rimodulazione delle scadenze di rimborso e dei *covenant* del mini-bond emesso nel 2015, a causa di risultati operativi inferiori alle aspettative.
In generale, se il sottoscrittore del mini-bond è un unico soggetto (ad esempio un fondo) la gestione dei *covenant* è abbastanza semplice, ma se gli investitori sono diversi può essere complesso raccogliere il loro assenso anche su operazioni che in apparenza sono solo 'tecniche', se non altro per i *quorum* richiesti in assemblea.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

dell'attivo o al patrimonio netto, piuttosto che il rapporto fra margine operativo lordo e interessi sul debito, il cosiddetto *coverage ratio*), i quali dovranno sempre mantenersi sopra o sotto una certa soglia. Altri esempi di *covenant* di natura non finanziaria sono la conservazione della struttura proprietaria dell'azienda, l'impossibilità, sotto alcune condizioni, di distribuire dividendi piuttosto che di fare delle acquisizioni, o decidere altre operazioni di finanza straordinaria (come fusioni o scissioni).
Il mancato rispetto dei *covenant* potrebbe far scattare un automatico diritto al rimborso anticipato dei creditori, oltre a eventuali penali. Va da sè che per essere efficace un *covenant* deve essere riferito a dati oggettivi, misurabili e non manipolabili, evitando ogni possibile contestazione.
La Figura 3.20 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è abbastanza frequente: compare infatti in 146 casi (pari al 50% del campione). Si riscontra una probabilità più alta per le emissioni sotto € 50 milioni e per quelle con scadenza nel lungo termine. Coerentemente con le ipotesi avanzate nei Report precedenti, si può pensare che per collocamenti di piccola dimensione il ricorso ai *covenant* finanziari sia preferito rispetto alle garanzie, per il minore costo di incidenza, così come nel lungo termine la necessità per i creditori di tutelarsi sia più rivelante.

Davide D'Affronto (Simmons & Simmons)

"Per le prossime emissioni prevediamo un incremento di covenant finanziari e garanzie, grazie alla diffusione delle buone pratiche e all'esperienza delle prime emissioni"

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

4. Gli attori della filiera

In questo capitolo analizziamo come nel 2016 si è evoluta la filiera degli attori presenti sul mercato dei mini-bond.
La figura centrale nel processo è chiaramente quella dell'impresa emittente, la quale potrà farsi affiancare da consulenti (di natura finanziaria e legale) sia per le attività propedeutiche all'emissione, sia per il collocamento dei titoli sul mercato. Gli investitori giocano pure un ruolo importante, essendo i 'clienti' finali del processo. Completano il quadro i fornitori di servizi più specifici (quali le banche depositarie e le società indipendenti di *rating*) e tutti coloro che contribuiscono indirettamente a rendere efficiente il mercato: enti di natura pubblica e portali informativi specializzati. Chiude il capitolo un quadro sui fondi di investimento specializzati nei mini-bond.

I consulenti finanziari: gli *advisor*

Molto spesso le piccole e medie imprese non dispongono delle competenze specifiche per costruire un mini-bond. Così come avviene per altre operazioni di finanza straordinaria e di collocamento di titoli sul mercato, può essere utile rivolgersi ad un *advisor*, che guidi l'impresa nella scelta di quelle che sono le strategie principali (riferite al *timing* dell'emissione, al controvalore di titoli, alla scadenza, al possibile tasso di interesse da riconoscere) e la affianchi nei rapporti con gli altri soggetti, in particolare per quello che riguarda gli adempimenti normativi e l'eventuale quotazione su un listino borsistico.
Il primo passo sarà sicuramente una valutazione costi-benefici, riferita all'operazione, soprattutto in comparazione con altre possibili fonti di finanziamento e tenendo presente le esigenze dell'impresa e dei suoi azionisti. In questa fase sarà opportuno redigere un Business Plan, che chiarirà gli obiettivi di investimento futuri. Importantissima sarà la verifica, attraverso la costruzione di un rendiconto finanziario prospettico, della sostenibilità finanziaria dell'operazione, confrontando i flussi di cassa a servizio del prestito (sia per il pagamento delle cedole, sia per il rimborso del capitale) con i *cash flow* operativi previsti dal Business Plan.
L'*advisor* supporterà l'impresa anche nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni richieste dagli investitori, dotandosi di un adeguato sistema di controllo interno.
L'intero processo può essere avviato sia dall'impresa (incuriosita o interessata dalle nuove opportunità offerte dai mini-bond) sia dall'*advisor* stesso, interessato a identificare sul mercato imprese 'interessanti' per gli investitori. In questo caso lo strumento tipico sarà l'analisi dei dati di bilancio pubblicamente disponibili, dai quali potranno emergere potenziali clienti candidati osservando il tasso di crescita passato, la marginalità, la dinamica degli investimenti, la struttura finanziaria.
La tempistica dell'operazione di emissione è variabile da caso a caso, ma sulla base dell'esperienza maturata finora si può affermare che un periodo di 3-4 mesi è nella norma.
Tendenzialmente i consulenti esistenti sul mercato sono molti (e lavorano individualmente o in associazione). Alcuni *player* si sono specializzati nel mercato dei mini-bond, ma nel 2016 si è osservato un avvicinamento a questo mercato anche di operatori significativi tradizionalmente focalizzati sulle grandi imprese (e da informazioni raccolte dall'Osservatorio altri ne arriveranno durante il 2017).
Senza alcuna pretesa di essere esaustivi, fra i nomi più rappresentativi della 'mappa'

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Simone Brugnera (Banca Finint)

"Il mini-bond si sta caratterizzando sempre di più come la porta d'accesso al mercato dei capitali per le small e mid-cap: chi emette oggi aumenta la propria capacità di placement in futuro, quando le condizioni del sistema bancario potranno essere modificate rispetto alle attuali"

del mercato nel 2016 si possono citare: ADB Corporate Advisory, Advance Advisor, Advicapital, Brain SCF, Deloitte Financial Advisory, Eidos Partners, Eukleia Group, Finmark Corporate Finance, JCI Capital, Kon, KNG Securities, KT&Partners, Mittel Advisor, Pairstech Capital Management, Prader Bank, Studio Pederzoli&Associati.

I consulenti legali

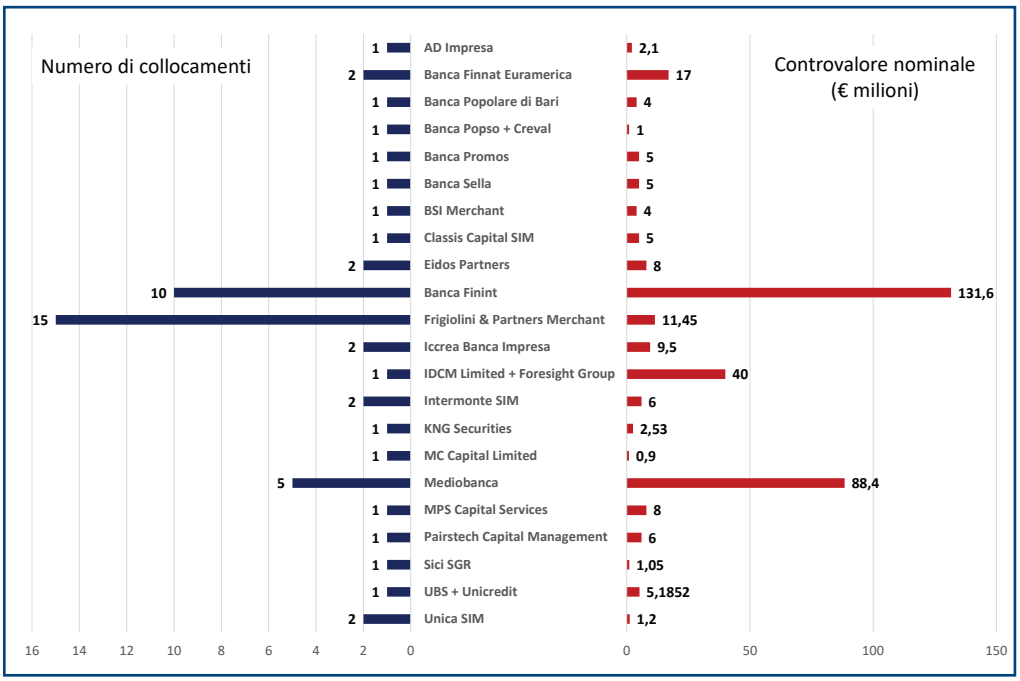
Il ruolo dei consulenti legali è importantissimo e delicato, perchè andranno a verificare il rispetto delle normative in essere, la correttezza delle procedure attuate e l'implementazione dei contratti fra le parti, nonchè del Regolamento del prestito. Soprattutto si tratterà di identificare i modi più efficaci per offrire tutela e garanzia agli investitori, e per 'mettere al riparo' l'impresa emittente da ogni ragionevole contestazione.
Gli studi legali possono inoltre agire su mandato dell'investitore, che potrebbe essere interessato ad una *due diligence* legale per verificare la situazione dell'impresa emittente. Anche in questo caso, senza alcuna pretesa di essere esaustivi, si possono individuare i *player* più attivi negli ultimi mesi: Orrick (che vanta il *track record* più rilevante), Chiomenti, Galante e associati, Hogan Lovells, Latham&Watkins, NCTM, R&P Legal, Simmons&Simmons, Studio legale Barbieri, Studio legale RCC, Watson Farley & Williams.

Gli *arranger*

L'*arranger* è incaricato della vera e propria strutturazione del collocamento, e per conto dell'impresa emittente si interfaccerà con il mercato dei potenziali investitori. Si tratta quindi di una figura chiave, benchè i compiti di cui si occupa possono essere abbastanza diversificati. Utilizzando le informazioni prodotte dall'impresa ed elaborate dagli *advisor*, contatterà i potenziali investitori presentando l'opportunità (documentata in un Information Memorandum) e 'sondando il terreno' rispetto al gradimento dell'operazione. Grazie a queste informazioni raccolte, l'*arranger* e l'impresa potranno definire con precisione le caratteristiche del mini-bond, in particolare rispetto all'entità della cedola e alle altre condizioni che impatteranno sulla remunerazione attesa.
La Figura 4.1 descrive le quote di mercato nel 2016 dei diversi *player*, sia per numero di operazioni, sia per controvalore complessivo. La lista è limitata ai soli collocamenti sotto € 50 milioni, quelli di maggiore interesse per l'Osservatorio. Rispetto al numero di operazioni, sul podio troviamo Frigiolini & Partners con 15 operazioni, Banca Finint con 10 operazioni e Mediobanca con 5 collocamenti. Se guardiamo al controvalore delle

Figura 4.1

Gli *arranger* più attivi sul mercato dei mini-bond nel 2016, per i collocamenti fino a EUR 50 milioni (i collocamenti simultanei di titoli con caratteristiche diverse sono considerate un'unica operazione)



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

operazioni, Banca Finint è prima (grazie anche all'operazione *hydro bond* 2 descritta a pagina 31), seguita da Mediobanca e dalla coppia IDCM Limited / Foresight Group con il collocamento da € 40 milioni di TS Energy Italy SpA.
Sulle operazioni di importo superiore a € 50 milioni troviamo come *arranger* principalmente le grandi banche d'affari internazionali come Natixis, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs e JP Morgan ma anche intermediari italiani come Equita SIM e BancaIMI.
Fra i *marketplace* dedicati ai mini-bond, che attraverso Internet consentono alle imprese un accesso facilitato al mercato degli investitori professionali, citiamo la piattaforma di Epic SIM e PiattaformaPMI.it, che fa riferimento alla società di consulenza finanziaria Eidos Partners.

Le società di *rating*

Come si è notato nel Capitolo 3, l'emissione del *rating* non è un passo obbligatorio per il collocamento di un mini-bond, ma un buon numero di imprese emittenti ha comunque deciso di percorrere questa strada, per dare al mercato un ulteriore segnale informativo.
Con l'arrivo dei fondi di *private debt* nel 2015 la tendenza si è rafforzata nel senso che molti di essi richiedono un *rating* prima di perfezionare l'investimento, oppure sono essi stessi a implementare delle procedure di *rating* interne.
Nell'Unione Europea, possono emettere un *rating* solo le agenzie riconosciute e registrate dall'ESMA(European Securities and Markets Authority), l'autorità europea di supervisione sul settore. Il Regolamento Europeo CE n. 1060/2009 ha definito il contesto normativo nel quale operano le agenzie di *rating*, con lo scopo di escludere i conflitti di interesse, di assicurare un'elevata qualità del servizio e di garantire trasparenza.
Nel caso delle grandi emissioni, le tre agenzie più blasonate a livello internazionale sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Nel caso dei mini-bond esistono operatori più specializzati a livello nazionale.
Può accadere che una singola emissione riceva un giudizio di *rating* anche se non desiderato dall'azienda (ad esempio perchè viene richiesto da un investitore): in questo caso si parla di *rating unsolicited*. I giudizi di rating possono essere comunicati al pubblico, oppure rimanere patrimonio informativo 'privato' (*undisclosed*).
Il mercato italiano dei mini-bond anche nel 2016 continua ad essere dominato da due agenzie: Cerved Rating Agency (con 16 valutazioni di *rating* emesse su imprese che hanno collocato mini-bond durante l'anno, di cui 5 'private' richieste da investitori istituzionali o dall'impresa stessa) e Crif Rating Agency (con 8 *unsolicited*). Va segnalato che le agenzie mantengono costantemente sotto osservazione le imprese, per aggiornare eventualmente le proprie valutazioni date in passato. Ad alcuni anni dalle prime emissioni, si sono registrate anche le prime 'revisioni' del *rating*.
Le '*big three*' estere citate nelle righe precedenti intervengono nel *rating* praticamente solo nelle emissioni da € 70 milioni in su (7 casi nel nostro campione del 2016).

Sabrina Setini (Orrick)

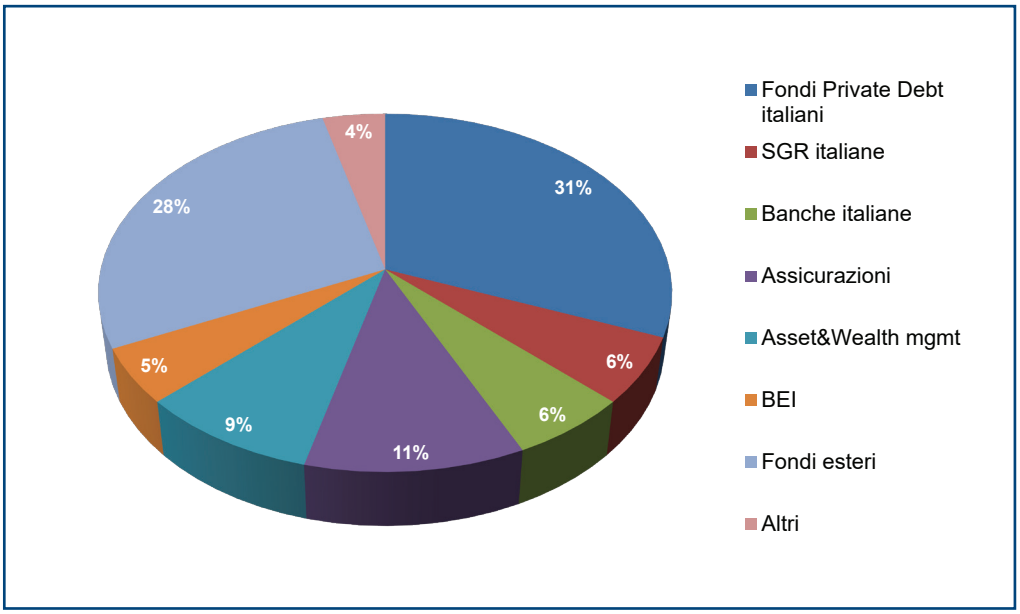
"I mini-bond continuano ad essere un'efficace fonte di finanziamento per le imprese italiane (comprese le PMI) ed una valida opportunità di investimento per investitori professionali, nonostante l'inasprimento della normativa europea in tema di trasparenza e informazioni privilegiate. Procedure snelle esemplificate sia in relazione all'emissione che alla quotazione sul segmento ExtraMOT PRO permettono ad aziende di primario standing di affacciarsi per la prima volta sul mercato dei capitali anche in vista di eventuali IPO"

Gli investitori

La prassi riserva l'investimento nei mini-bond alla sola categoria degli investitori 'professionali'. Nella pratica, si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per comprendere e valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi. Peraltro la normativa, almeno per le società per azioni, non impedisce che siano anche persone fisiche a investire nei mini-bond (si vedano gli articoli 2410-2420 del Codice Civile). Per quanto riguarda invece le società a responsabilità limitata (si veda l'articolo 2483 del Codice Civile) l'investimento è riservato solo agli investitori 'vigilati' i quali risponderanno in solido dell'obbligazione se essa dovesse essere poi ceduta ad altri tipi di investitori.
I sottoscrittori tipici delle emissioni di mini-bond sono quindi gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi aperti e chiusi, fondi alternativi, fondi pensione), banche, assicurazioni, SIM, casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 4.2
La 'mappa' degli investitori nei mini-bond nel 2016: copertura del campione 79%



Stefano Romiti (Antares AZ I)

"In quest'ultimo anno il mercato del private debt ha fatto importanti passi in avanti soprattutto dal lato impieghi. Le aziende sono più consapevoli del ruolo complementare dei fondi rispetto alle banche. Il private debt ha dimostrato di poter supportare i piani di sviluppo delle PMI attraverso strumenti duttili che spaziano dal mini-bond, al finanziamento diretto, sino a prodotti più strutturati. Buone notizie anche dal lato della raccolta: il fatto nuovo e importante è, infatti, la ripresa di interesse per l'asset class da parte dei fondi pensione"

La Figura 4.2 riporta i dati raccolti nel 2016 da fonti pubblicamente disponibili e da quelle fornite gentilmente dai protagonisti del mercato, con una copertura complessiva del controvalore collocato pari al 79%. Sicuramente il *trend* più interessante è la forte riduzione, rispetto al passato, della quota di mercato delle banche italiane, che scende al 6% (era il 15% nell'indagine dell'anno scorso). Sicuramente una delle motivazioni è la difficoltà che hanno registrato in generale tutte le banche italiane nel 2016, ma soprattutto alcune particolarmente attive in passato nel mercato dei mini-bond (come la Banca Popolare di Vicenza). I fondi chiusi di *private debt* italiani mantengono la *leadership* con una quota del 31%, in leggera riduzione rispetto all'anno scorso. La novità più rilevante è la buona percentuale (29%) dei fondi esteri; in questa categoria consideriamo anche le *branch* italiane di case madri straniere e i nomi più significativi sono quelli di Muzinich, Pemberton Asset Management, Pricoa Capital Group, Tenax Capital, Tikehau Capital. Sembra dunque 'decollare' l'interesse degli investitori stranieri per questa nuova *asset class*, soprattutto (ma non esclusivamente) per le emissioni di maggiori dimensioni.
Le assicurazioni mantengono una buona percentuale (11%) e si tratta soprattutto di soggetti esteri che acquistano titoli a lungo termine, come i *project bond* (si veda il Box 5.1 a pagina 68). Abbiamo poi le SGR italiane che gestiscono fondi aperti con il 6% del mercato, le SIM e altre società di *asset* & *wealth management* che gestiscono patrimoni individuali (9%) e la Banca Europea degli Investimenti (BEI) che è intervenuta quale sottoscrittore ultimo nell'operazione di cartolarizzazione '*hydro-bond 2*' (si veda il Box 2.1 a pagina 31). Ancora molto ridotta è la partecipazione di altri investitori italiani, quali i fondi pensione e le casse previdenziali, sebbene gli operatori segnalino un incremento dell'interesse in prospettiva.

Le banche agenti e le banche depositarie

Nella filiera dei mini-bond troviamo anche consulenti, non necessariamente di emanazione bancaria, che svolgono un ruolo di assistenza verso le imprese in tutte le pratiche di dematerializzazione dei titoli (avendo come controparte Monte Titoli) e l'attribuzione del codice ISIN (in tal caso la controparte è Banca d'Italia). Si tratta di processi abbastanza standardizzati, ma che le PMI spesso tendono ad affidare in *outsourcing* ad esterni specializzati al fine di minimizzare costi e *time to market*. I *registrar agents* con la maggiore quota di mercato sui mini-bond italiani continuano ad essere BNP Paribas Securities Services, Deutsche Bank, Bank of New York Mellon.
Le banche depositarie svolgono invece un ruolo importante nella filiera dei mini-bond relativo alla custodia dei titoli, nel momento in cui dovessero essere dematerializzati (strada obbligata se i mini-bond saranno quotati su un mercato borsistico). Anche nel

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

2016 gli attori più rappresentativi nel mondo dei mini-bond italiani continuano ad essere BNP Paribas Securities Services, SGSS e State Street.
Vi è anche un terzo ruolo svolto dall'istituto di pagamento, che è quello dello 'banca pagatrice', che consiste nel generare gli accrediti al servizio di cedole e capitale a favore degli investitori, interfacciandosi con Monte Titoli.
Spesso i tre ruoli menzionati sono coperti dallo stesso istituto, o dallo stesso gruppo bancario.

Stefania Peveraro (BeBeez.it)

"Il mercato del private debt a supporto di aziende italiane si è già dimostrato piuttosto frizzante da inizio anno 2017 e sino a metà febbraio in relazione a tutte le fasce dimensionali"

Portali dedicati ai mini-bond

I portali dedicati ai mini-bond continuano a svolgere un ruolo fondamentale della diffusione tempestiva di informazioni sulle emissioni di mini-bond e di statistiche generali.

BeBeez.it
BeBeez.it è una testata giornalistica *online* fondata da Stefania Peveraro, registrata al Tribunale di Milano nel 2013 e dedicata alla finanza d'impresa e più specificamente a *private equity*, *private debt*, *venture capital*, ristrutturazioni aziendali e *non performing loans*, *real estate* ed *equity crowdfunding*. La sezione sul *private debt*, in particolare, pubblica frequenti notizie sul mondo dei mini-bond e sui suoi protagonisti: nuove emissioni, fondi di investimento, imprese emittenti. Le *news* di *private debt* di BeBeez sono le uniche ospitate dalla sezione ExtraMOT PROLinK del sito di Borsa Italiana dedicata al mercato mini-bond. Da marzo 2016 BeBeez è edita da EdiBeez Srl, che pubblica anche Crowdfundingbuzz.it.

MinibondItaly.it
Il progetto MinibondItaly, ufficialmente presente sul *web* da ottobre 2014, nasce con l'obiettivo di creare un portale in grado di fornire informazioni sul mondo dei mini-bond in Italia e creare una piattaforma di confronto per tutti gli operatori del settore, che possa costituire un aggregatore di notizie, eventi e riflessioni su questi nuovi strumenti finanziari. Il sito è aggiornato quotidianamente sulle emissioni in corso; inoltre propone riflessioni, articoli, approfondimenti e documenti specifici sull'argomento.
Vengono segnalati gli eventi sul territorio dedicati ai mini-bond: *workshop*, convegni, seminari, corsi di formazione.
Ogni giovedì il portale diffonde una *newsletter* con le informazioni di maggiore rilievo della settimana appena trascorsa.
Nel novembre 2014 è stato lanciato il 'Barometro Minibond', un documento periodico, disponibile sia in italiano che in inglese e scaricabile gratuitamente (in tutti i suoi aggiornamenti) che riporta dati e statistiche sull'evoluzione del mercato, oggi gestito congiuntamente con EPIC SIM. Da fine 2016 il portale è stato integrato con la sezione 'Influencer' che, con cadenza periodica, riporta un elenco dei principali professionisti (per visibilità sul *web*) attivi nel mondo del mini-bond.
Il progetto è stato pensato e sviluppato dalla società di consulenza direzionale e *advisory* finanziaria Business Support SpA e dal suo *managing director*, Andrea Silvello.

Andrea Silvello (MinibondItaly.it)

"Anche nel 2016 è confermato il trend dello scorso anno di riduzione di taglio medio e tasso di interesse. Il ritmo di emissioni annuali si mantiene sostanzialmente costante: il mercato dei mini-bond si conferma una valida alternativa di finanziamento per aziende con indicatori economico-finanziari solidi"

Minibond.it
Il sito Minibond.it è un canale di informazione dedicato al mondo dei mini-bond che fa riferimento a un gruppo di professionisti indipendenti e che si pone l'obiettivo di diffondere lo sviluppo di questo strumento mediante l'organizzazione e la partecipazione ad eventi e convegni sul tema del finanziamento delle imprese, nonché tramite l'attività dei singoli professionisti aderenti.

Minibond.eu
Promosso da Twin Advisors&Partners (società britannica di consulenza fondata da Alessandro Sannini e Alessandro Santo), Cirdan Capital Management e Koinè, il portale Minibond.eu è una vetrina informativa sul mondo dei mini-bond. Il sito evidenzia i principali passi che portano verso l'emissione, il collocamento e la quotazione in Borsa.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 4.1

Le finanziarie regionali e i mini-bond

Le finanziarie regionali svolgono un ruolo importante di raccordo con il territorio e con i distretti locali delle PMI, con l'obiettivo di stimolare gli investimenti e supportare finanziariamente i progetti di sviluppo, in funzione degli obiettivi strategici delle Regioni. Non poteva dunque mancare un loro ruolo nel mercato dei mini-bond.

Finlombarda ha avviato nel 2016 il 'Progetto Minibond' offrendo alle imprese lombarde che intendono emettere mini-bond con taglia tra 1 e 20 milioni di euro, finalizzati per almeno il 60% alla realizzazione di investimenti o programmi di sviluppo, la sottoscrizione di una quota massima del 40% della propria obbligazione (la quota rimanente deve essere a carico di altri investitori istituzionali) nonchè la concessione di un *voucher* a fondo perduto per un massimo di € 30.000, ad abbattimento dei costi di emissione. La prima sottoscrizione è avvenuta a settembre con il mini-bond di Industrial SpA (gruppo Seri) emesso nel 2015 ma sottoscritto in due tranche nel 2015 e nel 2016, la seconda con Soleto SpA e la terza recentissima a febbraio 2017 con Fonderia Casati SpA.

Anche Veneto Sviluppo, oltre ad avere supportato le due operazioni di cartolarizzazione degli '*hydro bond*', ha lanciato nel 2016 un progetto di coinvestimento (Veneto Minibond) insieme al circuito delle banche di credito cooperativo. La prima operazione interessata è stata quella di United Brands Company SpA in aprile.

In Trentino-Alto Adige le province autonome sono state fra le prime in Italia a promuovere i mini-bond supportando ben due fondi: Euregio Minibond e Fondo Strategico Trentino-Alto Adige. Non va poi dimenticato in tutto il territorio nazionale il ruolo dei Confidi locali, che in alcuni casi hanno garantito parte delle emissioni.

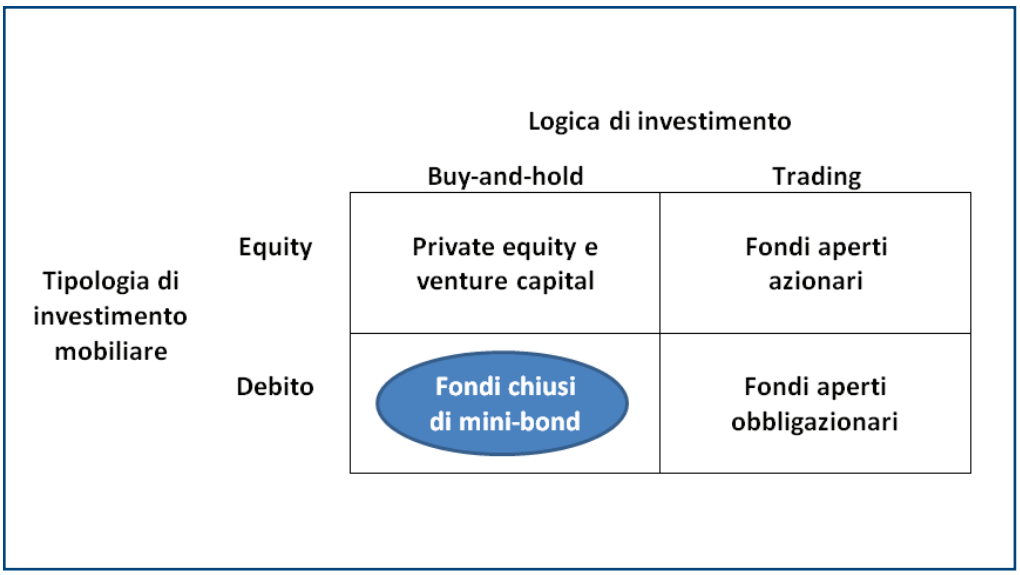
Anche le Camere di Commercio continuano a diffondere informazione sul territorio e sensibilizzare le PMI sulle opportunità dei mini-bond, con il supporto del Consorzio Camerale Credito e Finanza. Vale la pena ricordare, a tale proposito, l'iniziativa "Mini-bond: favorire l'accesso delle PMI al mercato dei capitali" realizzata in stretta collaborazione con Unioncamere Lombardia e Finlombarda, che ha visto l'organizzazione di una ventina di incontri personalizzati con imprese potenziali beneficiarie del bando regionale presso le Camere di commercio di Milano, Cremona, Bergamo, Lodi e Monza Brianza, che hanno ospitato e contributo alla realizzazione del progetto. Gli incontri hanno avuto il duplice obiettivo di illustrare le caratteristiche, le modalità di partecipazione e la documentazione necessaria per partecipare al bando regionale nonché fornire un primo *check up* finanziario per verificare l'idoneità del progetto imprenditoriale al mini-bond.

I fondi di investimento specializzati nei mini-bond

Nelle pagine precedenti si è evidenziato che la tipologia degli investitori che sottoscrivono i mini-bond sul mercato primario (e tendenzialmente potrebbero comprare anche sul mercato secondario, ad esempio su ExtraMOT PRO) è abbastanza variegata. Molti di essi però considerano questi titoli come un'opportunità di diversificazione del rischio e degli impieghi, offrendo magari un premio di remunerazione rispetto ad *asset* ben

Figura 4.3

Il posizionamento dei fondi chiusi specializzati nei mini-bond nelle tipologie di investimento mobiliare



Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

più liquidi quali le obbligazioni emesse dalle grandi imprese e i *sovereign bond*. Vale la pena quindi focalizzare sugli investitori che sono invece specializzati nell'investimento in mini-bond. Come evidenzia la Figura 4.3, essi si posizionano in un ambito peculiare rispetto alle altre *asset class* disponibili. Da un lato condividono logiche di investimento di tipo *buy-and-hold*, simile a quelli dei fondi di *private equity* (e non a caso il modello utilizzato in prevalenza è quello dei fondi chiusi, che permettono di disporre del capitale con sicurezza nel lungo termine); dall'altro, trattandosi di titoli di credito, essi prestano attenzione non tanto alla possibilità di *upside* del rendimento quanto alla minimizzazione del rischio di insolvenza.

Stefano Bondioli (BNP Paribas Securities Services)

"I mini-bond sono certamente uno strumento di funding appetibile per investitori ed emittenti ma dovranno competere con l'attività di Direct Lending effettuata da Fondi di Credito ed SPV cartolarizzazione"

I fondi di investimento specializzati nei mini-bond sono veicoli di investimento (di diritto italiano o estero) che allocano le proprie risorse prevalentemente o esclusivamente in titoli di debito. Essi raccolgono una serie di *commitment* da parte di possibili investitori quali possono essere gruppi bancari, fondi di fondi, società assicurative, fondazioni. Il capitale raccolto verrà investito in titoli obbligazionari secondo regole prefissate, relative alla tipologia dei titoli stessi, alla scadenza, al settore di *business* del loro emittente, al merito creditizio. Il processo di selezione avviene a cura di un *team* di gestione, che studia accuratamente tutti gli aspetti legati a rischio e rendimento atteso. La decisione di investimento viene presa dal fondo, attraverso regole ben codificate, e tipicamente avendo consultato anche i rappresentanti degli investitori. Il fondo può chiedere garanzie all'impresa emittente, e può stipulare accordi relativi alla *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell'investimento. Nel tempo, la remunerazione ottenuta dal fondo sarà poi ridistribuita agli investitori, al netto delle commissioni caricate dal gestore.

È opportuno sottolineare che alcuni di questi fondi non investono solo in mini-bond, ma finanziano le imprese anche attraverso il credito diretto (*direct lending*, si veda il Box 4.2) mettendosi in concorrenza diretta con gli intermediari bancari; per tale motivo si è ormai consolidata la prassi di riferirsi in generale al mondo dei fondi di *private debt* considerando l'operatività sia sul mercato mobiliare sia su quello del credito.

Come avevamo sottolineato nei Report precedenti, un forte *driver* dell'arrivo sul mercato italiano dei fondi di *private debt* è stato nel 2014 la decisione di Fondo Italiano d'Investimento SGR di istituire un fondo di fondi specifico con la missione di co-finanziare

Box 4.2

I fondi di credito (*direct lending*): le novità del D.L. 18/2016

Nel 2016 sono state registrate nuove operazioni di finanziamento diretto (*direct lending*) da parte dei fondi di *private debt*, così come sono arrivati sul mercato nuovi *player*. Una spinta importante è arrivata dal D.L. 18/2016 che ha definitivamente chiarito ogni dubbio interpretativo rispetto alla possibilità per i fondi di investimento alternativi italiani e UE di concedere finanziamenti diretti alle imprese, come prospettato dal D.L. 91/2014 'Competività' (si veda la Tabella 1.1 a pagina 16). Ravvisando incongruenze con il Testo Unico Bancario, molti fondi avevano finora preferito rilevare prestiti già concessi attraverso il sistema bancario, per evitare il rischio di possibili contestazioni. Il decreto impone ai fondi di chiedere il 'nulla-osta' alla Banca d'Italia, la quale poche settimane fa ha di conseguenza aggiornato il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio dettando le disposizioni operative.

Uno dei pionieri nel mercato italiano del *private debt* è stato il colosso americano Muzinich, che può vantare diverse operazioni chiuse in Italia nel 2016 spesso volte a sostenere acquisizioni con la leva del debito: Limacorporate SpA, SIT SpA, Viscolube Srl, Gotha Cosmetics Srl.

In febbraio 2016 RiverRock European Capital Partners ha annunciato il primo *closing* (€ 90 milioni) del fondo Italian Hydrid Capital Fund, che investirà in imprese con fatturato indicativamente fra 50 e 150 milioni di euro, sottoscrivendone sia debito (compresi crediti convertibili e titoli partecipativi) sia *equity* e *warrant*.

In novembre 2016 Quadrivio Capital SGR ha annunciato il *closing* del suo primo fondo di credito, raccogliendo € 120 milioni, che saranno investiti in prestiti a medio-lungo termine di tipo *senior secured* e *unitranche*. L'*origination,* la strutturazione e la valutazione del rischio saranno svolti direttamente dalla SGR, la prima autorizzata da Banca d'Italia per erogare finanziamenti alle imprese.

Vi sono dunque tutte le premesse affinchè i canali a disposizione per il finanziamento delle medie imprese possano ulteriormente allargarsi rispetto all'opportunità dei mini-bond.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 4.3
AIFI e il mercato del *private debt*

AIFI è l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. Oltre a rappresentare i propri associati a livello istituzionale ed essere un punto di riferimento per le principali analisi e ricerche sul mercato del *private capital*, svolge un importante ruolo di diffusione culturale in materia di mercati finanziari.
Sin dal 2013 AIFI ha seguito e collaborato attivamente, con il Ministero dello Sviluppo Economico *in primis*, alla diffusione del *private debt* in Italia. Nel 2014 il Consiglio Direttivo dell'Associazione ha delibero l'adesione in AIFI dei primi fondi di *private debt* operanti sulle imprese italiane e, ad oggi, la Commissione *private debt* è composta da 18 operatori.
Le statistiche ufficiali presentate semestralmente mostrano un mercato in espansione con offerta diversificata di strumenti di debito. Al fine di consentire una miglior comprensione del segmento, AIFI ha pubblicato nel 2016 la prima 'Guida pratica ai fondi di *private debt*', consultabile nella sezione Pubblicazioni – Guide al link: www.aifi.it

(nella misura massima del 50%) fondi o altri veicoli le cui politiche di investimento siano focalizzate su strumenti finanziari di debito emessi da PMI caratterizzate da stabilità o crescita prospettica dei flussi di cassa, dotate di una posizione di mercato ben definita, di una guida imprenditoriale valida e di un gruppo manageriale preparato ed esperto. Ad oggi il fondo risulta avere investito nelle iniziative di *private debt* promosse da Quadrivio Capital SGR (Quadrivio Private Debt), Ver Capital SGR (Ver Capital Credit Partners Italia V), Futurimpresa SGR appartenente al gruppo Azimut (Antares AZ I), Muzinich European Private Debt (Muzinich Italian Private Debt Fund), Riello Investimenti Partners SGR (Fondo Impresa Italia), Equita SIM (Equita Private Debt Fund gestito in collaborazione con Lemanik Asset Management), Anthilia SGR (Anthilia BIT Parallel Fund), Tenax Capital (Italian Credit Fund I), RiverRock European Capital Partners (RiverRock Italian Hybrid Capital Fund). L'ammontare complessivamente impegnato è pari a € 265 milioni mentre il *commitment* da parte degli investitori nel fondo di fondi è pari a € 380 milioni (di cui € 250 milioni forniti dalla Cassa Depositi e Prestiti e € 40 milioni da Poste Vita). Oltre ai 9 progetti sopra menzionati, sono stati approvati altri due possibili *commitment*, in IGI SGR (IGI Fondo di Debito sostenibile) e Private Equity Partners SGR (PEP V), non ancora finalizzati alla data del 31/12/2016.

Tabella 4.1
Gli investimenti dei fondi italiani di *private debt* effettuati nel 2016 nei mini-bond del campione

Fondo	Investimenti effettuati nei mini-bond del campione	Società di gestione o veicolo
Antares AZ I	Acque Minerali d'Italia	Futurimpresa SGR (gruppo Azimut)
Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio / Anthilia BIT Parallel Fund	IMI Fabi, Energetica, Gruppo PSC, GPI, Yachtline Arredomare 1618, ICM, Fenicia, Industrial (gruppo Seri)[1]	Anthilia Capital Partners SGR
Duemme Fondo per le Imprese	Global Display Solutions, Lucart Group, Ferrarini	Duemme SGR
Equita Private Debt Fund	BV Tech Schema L (Lameplast)[2]	Equita SIM e Lemanik Asset Management
Euregio Mini-Bond	GPI	PensPlan Invest SGR
Fondo Strategico Trentino-Alto Adige	Falkensteiner Hotelmanagement, Unionbau, Wolftank, ETT, Niederstaetter, Marvil Engineering, Dedagroup, Società Europea Industriale Porte	Finint Investments SGR
HI Crescitalia PMI Fund	Your Voice	Hedge Invest SGR
Minibond PMI Italia	Trefin, ICM, Fenicia	Finint Investments SGR
Muzinich Italian Private Debt Fund	Caronte & Tourist, Eco Eridania, DP Group (Dentalpro)	Muzinich & Co Ltd
Pioneer Progetto Italia	Clabo, Tecno	Pioneer SGR
Progetto Minibond Italia	Gestioni Piccini, Essepi Ingegneria, Giglio Group, United Brands Company, Industrial (gruppo Seri)[1]	Zenit SGR
Tenax Italian Credit Fund / Italian Credit Fund I	Aristoncavi, Caronte & Tourist, HDI Holding Dolciaria Italiana, ThermoKey[1], Twin Set	Tenax Capital Ltd

[1] Collocamento deliberato nel 2015 e concluso nel 2016

[2] Questa obbligazione non è nel campione analizzato dall'Osservatorio in quanto emessa da una società veicolo neocostituita con l'obiettivo di finanziare un *leverage buy-out* (si vedano i criteri metodologici proposti a pagina 11)

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

La Tabella 4.1 descrive i principali investimenti sottoscritti nel 2016 dai fondi chiusi di *private debt* nei 106 mini-bond del nostro campione.
Alcuni fondi hanno seguito una strategia di frammentazione degli investimenti, per importi abbastanza contenuti e inferiori a € 5 milioni, mentre altri hanno puntato su poche operazioni più consistenti.
Nel 2016 alcuni gestori hanno raggiunto il *closing* definitivo del fondo, e addirittura sono in raccolta per iniziative successive. Anthilia Capital Partners SGR dopo i due fondi 'Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio' e 'Anthilia BIT Parallel Fund' sta completando gli investimenti disponibili e lavorando al lancio di un terzo fondo per il 2017. Duemme SGR negli scorsi mesi ha lanciato il secondo fondo (Duemme Fondo per le Imprese 2.0).
Ancora, nel 2016 il Fondo Minibond PMI Italia di Finint Investments SGR ha completato gli investimenti per complessivi € 65 milioni ed è ad oggi in fase di lancio il secondo fondo nazionale dedicato ai mini-bond (Finint Classis Credit Value) che avrà come *advisor* finanziario Classis Capital SIM. Insieme a Edward Altman (professore di finanza alla Stern School of Business, New York University), la SIM milanese ha sviluppato un modello di analisi e *rating* per le PMI italiane (PMI Zi score) già adottato da Borsa Italiana per il mercato ExtraMOT.
Sempre nel 2016 hanno annunciato il loro primo *closing*, e si apprestano quindi ad entrare nell'arena degli investitori Ver Capital SGR (€ 70 milioni raccolti, il cui fondo in via prevalente investirà in obbligazioni *bullet* di tipo *senior* con *maturity* indicativa fra 5 e 7 anni) e RiverRock European Capital Partners (€ 90 milioni raccolti).
Da registrare anche l'annuncio di Advam SGR di istituire un fondo specializzato nell'investimento in mini-bond '*short term*' in collaborazione con Frigiolini & Partners Merchant.
Ci sono tutte le premesse, dunque, affinchè nel 2017 nuove risorse possano confluire sul mercato dei mini-bond da parte dei fondi specializzati.

Daniele Colantonio (Anthilia Capital Partners SGR)

"Il Private Debt sta evolvendo con numeri interessanti, facilitando l'apertura al mercato dei capitali nell'ambito di una progressiva specializzazione dei canali di finanziamento. L'emissione di un mini-bond non ha solo valenza finanziaria, ma costituisce un passo importante nel percorso di crescita culturale dell'impresa in termini di progettualità, trasparenza e capacità di condividere gli obiettivi di sviluppo con un partner di mercato"

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

5. Le prospettive future

Chi si aspettava una rapida 'archiviazione' del *business* dei mini-bond in Italia rimarrà probabilmente deluso da questo Report. La prima metà del 2016 non ha segnato importanti novità, e anzi si registravano timori legati al ritorno di offerta di credito bancario, a costi estremamente vantaggiosi indotto dalle politiche espansive della Banca Centrale Europea; si poteva pensare che la ritrovata disponibilità di liquidità dalle banche a tassi di interesse mai visti in passato potesse 'soffocare' i mini-bond nella culla. In realtà nel secondo semestre del 2016 abbiamo potuto constatare l'ottimismo degli operatori, emerso chiaramente durante i lavori del *workshop* organizzato in ottobre al Politecnico di Milano sul tema delle garanzie sui mini-bond. L'interesse verso questi titoli dimostrato da alcuni 'insospettati' *player* nel settore della consulenza e del *private banking*, che molto probabilmente usciranno allo scoperto nel 2017, non ha fatto altro che rafforzare le convinzioni della buona salute dei mini-bond.
Il mercato ha quindi continuato a crescere, e nel mese di dicembre sono state registrate emissioni da 24 imprese diverse, alcune con tipologie differenziate di titoli. Le premesse del 2017 sono abbastanza ottimistiche.
Quali possono essere le ragioni della ininterrotta crescita del mercato?
Innanzitutto è ormai chiaro che i mini-bond non hanno l'obiettivo principale di ridurre il costo del capitale per le imprese. Le piccole e medie imprese si avvicinano a questo strumento (che ormai non possiamo più definire 'nuovo') con curiosità e lo identificano come una possibile tappa, per alcuni versi più semplice e meno impegnativa rispetto ad altre alternative come la quotazione in Borsa o il *private equity*, nella direzione di una maggiore maturità manageriale dell'impresa. Come spesso accade, c'è anche un fenomeno imitativo, per cui il successo di alcune PMI nella raccolta del denaro spinge altri imprenditori ad avvicinarsi ai mini-bond. Vi è la percezione che il mini-bond possa rappresentare una fonte di finanziamento più stabile rispetto al credito bancario, soprattutto nel lungo termine. Ma anche nel breve termine i mini-bond hanno acquisito un loro spazio, per la facilità operativa di rifinanziamento, una volta che l'impresa ha già dimostrato ai suoi investitori la propria solvibilità.
In secondo luogo gli investitori specializzati nel campo del *private debt* sono stati capaci di capitalizzare le competenze acquisite nella fase 'pioneristica' dal 2013 al 2015 standardizzando i processi e riducendo i costi totali di *setup* delle operazioni. Lo sviluppo dell'industria dei fondi chiusi italiani ha attratto anche importanti investitori esteri, che si sono finalmente attivati. Sarà da osservare se lo sviluppo del *direct lending* potrà rappresentare una minaccia per i mini-bond: noi crediamo che, almeno in una prima fase, i fondi di credito si indirizzeranno verso imprese di media dimensione, per finanziamenti di importo mediamente maggiori rispetto alla taglia dei mini-bond, e quindi non ci saranno effetti rilevanti di cannibalizzazione.
In terzo luogo l'euforia sul *fintech* e sulle innovazioni tecnologiche che potrebbero riguardare il mondo della finanza sta spingendo diversi attori a investire in piattaforme che potrebbero in futuro facilitare l'incontro fra domanda e offerta di capitale per le PMI, anche per i mini-bond, semplificando gli adempimenti e assicurando la doverosa trasparenza.
L'ottimismo che ci porta a prevedere un 2017 simile al 2016 per quanto riguarda il flusso di nuove emissioni non deve però farci trascurare alcuni segnali di attenzione. Senza dimenticare i (per ora fortunatamente pochi) casi di *default* conclamati e irreversibili

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Box 5.1

L'evoluzione del mercato dei *project bond* in Italia nel 2016

I *project bond* sono obbligazioni tipicamente emesse da Special Purpose Vehicle (SPV) per il finanziamento di progetti secondo la logica del *ring fencing*. Ciò significa che il rimborso e il pagamento delle cedole deriva esclusivamente dalle *performance* del progetto che è legalmente ed economicamente indipendente dai suoi *sponsor*. Tali caratteristiche rendono i *project bond* particolarmente adatti al finanziamento nel lungo termine di progetti con flussi di cassa stabili e facilmente prevedibili come ad esempio opere infrastrutturali e di pubblica utilità, ma anche impianti energetici, di trattamento acque ecc.

Il mercato dei *project bond* ha iniziato a svilupparsi a metà degli anni Novanta negli Stati Uniti, in Australia e in Europa, ed ha visto il suo picco massimo negli anni 2006-2007, grazie soprattutto all'utilizzo di garanzie *monoline* che innalzavano il *rating* delle emissioni fino alla tripla A. Il successivo scoppio della crisi finanziaria globale ha gravemente impattato sul mercato dei *project bond*. Data la sempre maggior necessità di investimenti in infrastrutture, la difficoltà delle banche nel concedere capitali a lunghe scadenze e la scarsità di fondi pubblici dei Governi europei, nel 2012 l'Unione Europea e la Banca Europea degli Investimenti hanno dato il via alla Project Bond Initiative (PBI) 2020 con l'obiettivo di riattivare il mercato dei capitali per il finanziamento di grandi progetti infrastrutturali nel settore dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni (fra cui in Italia il Passante di Mestre). L'iniziativa punta a migliorare il *rating* dei *bond* tramite un meccanismo di *credit enhancement* ovvero tramite un prestito subordinato alla *tranche senior* dei *project bond*, che vada a coprire eventuali aumenti dei costi o *performance* al di sotto delle previsioni. L'obiettivo è quello di permettere ai *project bond* di ottenere un *rating investment grade* (almeno BBB), indispensabile per attrarre l'interesse di investitori istituzionali, compagnie di assicurazioni e fondi pensione, che trovano in questi strumenti un utile investimento di lungo termine, con rendimenti più elevati dei titoli di Stato, per la diversificazione dei loro portafogli.

Nel Report del 2015 avevamo evidenziato in Italia 5 emissioni di *project bond* di cui due riguardanti iniziative private nel settore del fotovoltaico, due opere di pubblica utilità e il rifinanziamento dello *shareholder loan* per la costruzione della centrale di cogenerazione a servizio dell'ospedale di Udine, nell'ambito di una concessione con l'ASL locale.

Nel 2016 l'operazione principale è stata proprio quella già citata del Passante di Mestre. In aprile la società Concessioni Autostradali Venete SpA (*joint venture* fra ANAS e Regione Veneto) ha collocato obbligazioni per € 830 milioni, con la garanzia della Banca Europea degli Investimenti (BEI) sul 20% dell'importo, per rifininanziare il prestito contratto a suo tempo per la costruzione dell'opera con ANAS stessa e la Cassa Depositi e Prestiti. L'emissione è suddivisa in due *tranche* (€ 400 milioni e € 430 milioni) con scadenza 2030 e cedola annuale pari al 2,115%, pagata semestralmente. L'agenzia di rating Moody's ha assegnato un *rating* A3.

I principali investitori nell'operazione sono stati il gruppo assicurativo Allianz, Generali, SCOR Investment Partners e La Banque Postale Asset Management (LBPAM).

Joint bookrunners, *joint arrangers* e *joint lead managers* dell'operazioni sono stati Banca IMI, BNP Paribas, RBS, SocietèGeneràle e UniCredit. Deutsche Bank è stata pure coinvolta come *trustee & security agent*.

Nel mese di dicembre 2016 Sonnedix, società controllata da JP Morgan Asset Management e proprietaria di impianti fotovoltaici per 66,3 MW, ha annunciato il rifinanziamento di un prestito da € 197 milioni. Nell'ambito dell'operazione è stato collocato un *project bond* da € 95 milioni con scadenza febbraio 2030, e cedola variabile (EURIBOR a 6 mesi più uno *spread* di 230 *basis points*). BNP Paribas e Natixis sono stati i *bookrunners* dell'operazione, che ha coinvolto investitori come Edmond de Rothschild (BRIDGE debt fund), La Banque Postale e SCOR.

Sempre a dicembre 2016 è stato invece annunciato un nuovo collocamento di *project bond* nel campo delle rinnovabili, per un importo di € 125 milioni in doppia *tranche* (tasso fisso e tasso variabile) a scadenza 13 anni e mezzo. L'emittente è Azienda Solare Italiana Spa (ASI, già Antin Solar Investments) e il prestito va a rifinanziare un'operazione analoga del 2014 con un risparmio di più di 100 *basis points* sul costo del capitale. L'operazione è stata condotta da Natixis in qualità di *arranger, financial advisor, bookrunner* e *transaction agent*.

Infine registriamo l'annuncio di una possibile operazione di *project bond* a supporto della nuova autostrada Pedemontana Veneta, per un importo di € 1,45 miliardi. L'infrastruttura dovrebbe essere lunga 94 kilometri e connetterà Vicenza e Treviso.

Lo *sponsor* del progetto è SIS Spa, una SPV partecipata dal gruppo italiano Fininc (51%) e dalla spagnola Sacyr (49%).

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

documentati in questo Report, e messi in conto dalla legge dei grandi numeri su una popolazione così eterogenea di imprese in gran parte di piccola e media dimensione, gli ultimi mesi si sono caratterizzati per una 'epidemia' di casi di richiesta da parte delle imprese emittenti di ridiscutere termini e *covenant* dei regolamenti (i casi non sono limitati a quelli segnalati nel Box 3.3 a pagina 54). Capire le motivazioni e gli effetti sul mercato di questo *trend* sarà obiettivo dell'Osservatorio nei prossimi mesi.
Rimangono ancora in gran parte inesplorate alcune potenzialità del mondo dei minibond già segnalate nei Report precedenti: si tratta dei *project bond* (si veda il Box 5.1) e delle operazioni di sistema attraverso la cartolarizzazione. Sappiamo che in questo ultimo ambito alcune ipotesi sono allo studio e speriamo che il 2017 possa vedere nuove iniziative in questo campo.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Appendice

Elenco delle emissioni di mini-bond nel 2016 (sono indicate con un asterisco (*) le emissioni superiori a EUR 50 milioni)

	Società emittente	Mese
1	San Basilio Property S.p.A. (*)	gen-16
2	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	gen-16
3	Acque Veronesi S.r.l.	gen-16
4	Alto Trevigiano Servizi S.r.l.	gen-16
5	Azienda Gardesana Servizi S.p.A.	gen-16
6	Bim - Gestione dei servizi pubblici S.p.A.	gen-16
7	Polesine Acque S.p.A	gen-16
8	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	gen-16
9	4 Madonne Caseificio dell'Emilia Società Cooperativa Agricola	gen-16
10	Trefin S.p.A.	gen-16
11	Moby S.p.A. (*)	feb-16
12	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	feb-16
13	Essepi Ingegneria S.p.A.	feb-16
14	Wiva Group S.p.A.	feb-16
15	American Coffee Company S.p.A.	feb-16
16	Giplast Group S.p.A.	mar-16
17	Giglio Group S.p.A.	mar-16
18	Epta S.p.A.	mar-16
19	Global Display Solutions S.p.A.	mar-16
20	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	mar-16
21	United Brands Company S.p.A.	mar-16
22	Renzini S.p.A.	mar-16
23	TeamSystem Holding S.p.A. (*)	mar-16
24	Falkensteiner Hotelmanagement S.r.l.	mar-16
25	Boni S.p.A.	apr-16
26	LKQ Italia Bondco S.p.A (*)	apr-16
27	Chili S.p.A.	apr-16
28	HDI Holding Dolciaria Italiana S.p.A.	apr-16
29	Faro Società Cooperativa Agricola	mag-16
30	Halley Consulting S.p.A.	mag-16
31	Mercedes-Benz Financial Services S.p.A. (*)	mag-16
32	Pro.Gest S.p.A.	mag-16
33	Yachtline Arredomare 1618 S.p.A. 2021	mag-16
34	Yachtline Arredomare 1618 S.p.A. 2022	mag-16
35	Grandi Navi Veloci S.p.A. (*)	mag-16
36	Gpi S.p.A.	giu-16
37	ETT S.p.A.	giu-16
38	Arti Grafiche Boccia S.p.A.	giu-16
39	DP Group S.p.A. (DentalPro) (*)	giu-16
40	Salini Impregilo S.p.A. (*)	giu-16
41	Banca Farmafactoring S.p.A. (*)	giu-16
42	Cibus 1 S.p.A.	giu-16
43	Clabo S.p.A.	giu-16
44	Energetica S.r.l.	lug-16
45	Lucart Group S.p.A.	lug-16
46	Unionbau S.r.l.	lug-16
47	Aristoncavi S.p.A.	lug-16
48	O.s.a. S.p.A.	lug-16
49	Caronte & Tourist S.p.A.	lug-16
50	Tecno S.p.A.	lug-16
51	CRIF S.p.A.	lug-16

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

	Società emittente	Mese
52	CAP Holding S.p.A.	lug-16
53	Gamenet Scommesse S.p.A. (*)	lug-16
54	Boni S.p.A.	lug-16
55	Enertronica S.p.A.	lug-16
56	TS Energy Italy S.p.A.	lug-16
57	Energetica S.r.l.	ago-16
58	Your Voice S.p.A.	ago-16
59	Gestioni Piccini S.r.l.	ago-16
60	United Brands Company S.p.A.	ago-16
61	Condor S.p.A.	ago-16
62	Agrumaria Reggina S.r.l.	ago-16
63	Aero Sekur S.p.A.	ago-16
64	Acque Minerali d'Italia S.p.A.	set-16
65	Gestioni Piccini S.r.l. marzo 2019	set-16
66	Gestioni Piccini S.r.l. dicembre 2019	set-16
67	Soleto S.p.A.	set-16
68	Net Insurance S.p.A.	set-16
69	Datacol S.r.l.	ott-16
70	L'Isolante K-Flex S.p.A. (*)	ott-16
71	N&W Global Vending S.p.A. (*)	ott-16
72	ETT S.p.A.	ott-16
73	Fine Food & Pharmaceuticals N.T.M. S.p.A.	ott-16
74	Renovo Bioenergy S.p.A.	ott-16
75	Faro Società Cooperativa Agricola	nov-16
76	Estra S.p.A. (*)	nov-16
77	ETT S.p.A.	nov-16
78	Ferrarini S.p.A.	dic-16
79	Bioera S.p.A.	dic-16
80	Sonnedix Italia S.p.A. (*)	dic-16
81	Cristiano di Thiene S.p.A.	dic-16
82	Eco Eridania S.p.A.	dic-16
83	Saxa Gres S.p.A.	dic-16
84	BV Tech S.p.A.	dic-16
85	Osai S.p.A.	dic-16
86	Antonio Zamperla S.p.A.	dic-16
87	I.C.M. S.p.A. 2022	dic-16
88	I.C.M. S.p.A. 2023	dic-16
89	Azienda Solare italiana S.p.A. (*) tf	dic-16
90	Azienda Solare italiana S.p.A. tv	dic-16
91	IMI Fabi S.p.A. 2022	dic-16
92	IMI Fabi S.p.A. 2023	dic-16
93	Fenicia S.p.A.	dic-16
94	Fenicia S.p.A. secured	dic-16
95	Boni S.p.A.	dic-16
96	Dedalus Holding S.p.A. (*)	dic-16
97	HDM S.p.A.	dic-16
98	MM S.p.A. (*)	dic-16
99	Wolftank Systems S.p.A.	dic-16
100	Space S.p.A.	dic-16
101	Gruppo PSC S.p.A. 2022	dic-16
102	Gruppo PSC S.p.A. 2023	dic-16
103	Niederstaetter S.p.A.	dic-16
104	Dedagroup S.p.A.	dic-16
105	Marvil Engineering S.r.l.	dic-16
106	Società Europea Industriale Porte S.r.l.	dic-16

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

La School of Management

POLITECNICO
MILANO 1863

SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento EQUIS. Dal 2009 è nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa. Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA. Dal 2014, la Scuola è membro di UniCON (International University Consortium for Executive Education), PRME (Principles for Responsible Management Education) e Cladea (Consejo Latinoamericano de Escuela de Administración).

La Scuola può contare su un corpo docente di più di duecento tra professori, ricercatori, tutor e *staff* e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma *undergraduate*.

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurial Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *start-up* innovative.
Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *concentration* specifica in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

Internet: www.som.polimi.it

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Giancarlo Giudici - direttore scientifico dell'Osservatorio Mini-Bond
Francesco Giannoccari
Stefano Martinazzi
Giacomo Mosconi
Gianluca Premoli
Edoardo Tunesi

Comitato scientifico: Alessandro Accrocca, Simone Brugnera, Vittorio Fiore, Anna Marucci, Valentina Morelli, Gerardo Murano, Guido Romano, Silvio Schinaia.

Per qualsiasi commento e richiesta di informazioni:
info@osservatoriominibond.it

Partner

- ADB Corporate Advisory
- Banca Finint
- Cerved Rating Agency
- Deloitte
- Orrick

Partner istituzionali

- Ministero dello Sviluppo Economico
- Borsa Italiana
- AIFI
- Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

ADB SpA
www.corporate.adb.it

ADB Corporate Advisory è una società di consulenza indipendente fondata nel 1985 a Torino da un gruppo di ingegneri e di agenti di cambio, tra cui l'AD e Presidente, ing. Gian Enrico Plevna. Offre servizi di Corporate Advisory con una forte specializzazione sulla Piccola-Medio Impresa italiana. In particolare, ADB affianca le aziende in qualità di Advisor Finanziario nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria quali emissioni obbligazionarie (Mini-Bond), quotazioni in Borsa, fusioni e acquisizioni.

Nel 2013 ADB è l'*advisor* della prima emissione di un mini-bond in Italia da parte di una PMI, la torinese CAAR. ADB anticipa la concorrenza nel capire che, a seguito del Decreto Sviluppo 2012, anche le piccole imprese possono usufruire realmente di questo strumento di finanziamento, e lo dimostra con il primo caso pilota. Per farlo, ADB mette a frutto da una parte la propria conoscenza del settore *corporate*, ponendosi a fianco dell'impresa e ottimizzando i costi, dall'altra l'esperienza di oltre 30 anni sui mercati finanziari, che le dà la tranquillità di scommettere su una buona accoglienza da parte degli investitori. Lo spazio riservato all'operazione dalle grandi testate, nazionali e non, ne sottolinea il successo.

Ad oggi, ADB è *leader* nell'*advisory* nelle emissioni di mini-bond avendo seguito direttamente numerose emissioni di titoli ed essendo inoltre *advisor* esclusivo del Fondo Progetto MiniBond Italia di Zenit SGR, Fondo Chiuso Riservato che investe in mini-bond di PMI.

Dal 2015 ADB diventa Fixed Income Partner di Borsa Italiana.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

BANCA FININT

Banca Finint
www.bancafinint.com

Banca Finint nasce nel 2014 per raggruppare tutte le società attive nei settori dell'Investment Banking e dell'Asset Management del Gruppo Finint, fondato nel 1980 da Enrico Marchi e Andrea de Vido e ad oggi una delle principali realtà italiane operanti nel settore finanziario. Un *team* di circa 300 specialisti per individuare le soluzioni più adeguate a soddisfare le esigenze della clientela (imprese, investitori privati e istituzioni finanziarie) nelle diverse aree di competenza: *asset* & *wealth management*, *private banking*, *private equity*, *corporate finance*, finanza strutturata e *capital markets*.
In questo ambito Banca Finint assiste le aziende e gli imprenditori in tutte le scelte che riguardano l'ottimizzazione delle risorse di debito e di capitale. In particolare accompagna l'azienda nella ricerca e ottenimento di nuove risorse di debito in forme innovative (ad esempio attraverso la *securitisation*) e sul mercato dei capitali (emissioni, quotate o non quotate, di prestiti obbligazionari e di cambiali finanziarie) oltre che nel percorso di ricerca di nuovi soci e nella quotazione ad uno dei mercati borsistici (IPO).

Dall'avvio del mercato dei mini-bond a seguito del pacchetto legislativo introdotto dal Decreto Sviluppo, nel 2012, il Gruppo si è distinto come operatore globale in questo settore e l'attività di Arrangement è una delle sue anime più importanti. Infatti, la propria controllante Finanziaria Internazionale Holding SpA è a sua volta emittente (tre prestiti obbligazionari tra il 2014 ed il 2016 per un importo complessivo di più di € 70 milioni oltre ad aver lanciato nel 2014 un programma di cambiali finanziarie) e la propria controllata Finint Investments SGR gestisce due fondi specializzati nell'investimento in mini-bond, per un totale di quasi € 300 milioni: si tratta del primo fondo italiano che investe in mini-bond – "Minibond PMI Italia", oltre ad un altro fondo dedicato alle aziende del Trentino-Alto Adige – "Fondo Strategico Trentino Alto Adige"; inoltre è in avvio un terzo fondo (Finint Classis Credit Value). La *mission* che accomuna le diverse attività è la stessa: consentire alle imprese di beneficiare di provviste finanziarie per sostenere i propri progetti di sviluppo e crescita.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Cerved Rating Agency

Cerved Rating Agency
www.cervedgroup.com

Cerved Rating Agency è l'agenzia di *rating* italiana specializzata nella valutazione del merito di credito di imprese non finanziarie.

Nata con l'obiettivo di valorizzare le competenze sviluppate da Cerved nel campo delle valutazioni del merito di credito e offrire al mercato un servizio di alta qualità, Cerved Rating Agency è registrata quale agenzia di *rating* europea. Ha ottenuto da Banca d'Italia il riconoscimento di External Credit Assessment Institution (ECAI) e dalla Banca Centrale Europea l'ammissione al perimetro ECAF (Eurosystem Credit Assessment Framework) quale Rating Tool.

Per questo i *rating* di Cerved Rating Agency sono riconosciuti in ambito europeo e utilizzabili a fini regolamentari.

I *credit rating* sono giudizi riguardanti il merito di credito prospettico di soggetti debitori, ovvero la loro capacità di rimborsare puntualmente le obbligazioni finanziarie. Elaborati sulla base di una misura di rischio che indica la probabilità di un soggetto di risultare insolvente rispetto alle sue obbligazioni finanziarie entro un determinato orizzonte temporale, essi possono essere attribuiti a enti o strumenti finanziari.

Cerved Rating Agency emette *rating* del credito anche su richiesta del soggetto valutato, sia esso una grande azienda o una PMI. I *rating* infatti possono essere richiesti non solo per l'emissione di strumenti di debito (mini-bond, cambiali finanziarie) ma anche per ottenere una valutazione indipendente e professionale sui punti di forza e le criticità dell'impresa, qualificarsi nei rapporti con le istituzioni e i mercati finanziari o accreditare l'impresa verso nuovi *partner* d'affari.

Cerved Rating Agency garantisce l'oggettività, l'integrità e la trasparenza dei propri *rating*, basati su una metodologia rigorosa e sistematica, che integra variabili di natura quantitativa e qualitativa.

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Deloitte.

Il network Deloitte

Deloitte è *leader* nei servizi professionali alle imprese e porta i propri clienti al successo grazie al suo *know how* di alta qualità e a una profonda conoscenza dei singoli mercati in cui è presente. Nel mondo opera in oltre 150 Paesi e con oltre 244.000 professionisti. In Italia è presente dal 1923: ogni anno collabora con quasi 6.000 clienti ai quali offre, attraverso un *network* di società e studi professionali tra loro separati e indipendenti, ma tutti facenti parte del *network* Deloitte, un portafoglio completo di servizi nelle aree *audit*, *consulting*, *risk*, *financial advisory*, *risk management*, *extended business services*, *tax* e *legal*.

In particolare Deloitte è l'*advisor* qualificato che assiste la crescita delle imprese attraverso la comprensione e la valutazione delle tematiche legate all'accesso al credito e alla ricerca di nuovi capitali. L'elevata conoscenza dei mercati internazionali e di tutte le specificità che caratterizzano gli strumenti finanziari consente a Deloitte di offrire una gamma di proposte ad alto valore aggiunto per gestire al meglio le situazioni più complesse, sostenere gli investimenti, consolidarsi in termini dimensionali. Per questo motivo Deloitte partecipa, in collaborazione con le istituzioni, il mondo universitario e le associazioni imprenditoriali, ad iniziative finalizzate alla sensibilizzazione verso strumenti di finanziamento innovativi e diversificati, come i mini-bond, che offrono nuove risorse alle imprese italiane per rafforzarsi nel contesto economico in cui operano senza ricorrere all'indebitamento bancario.

Deloitte
www.deloitte.it

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Orrick
www.orrick.it

Orrick è uno studio legale internazionale, fondato a San Francisco nel 1863. In Italia è presente dal 2003 con le sedi di Milano e Roma e conta più di 100 professionisti di primo piano, le cui competenze sono largamente riconosciute dai *player* del mercato economico e finanziario, italiano ed internazionale.

Orrick assiste i propri clienti in operazioni finanziarie e societarie, con un'offerta di servizi legali che coprono una vasta gamma di aree del diritto in ambito stragiudiziale e giudiziale, tra cui: *banking* & *finance*, *corporate*, M&A, *private equity*, *energy*, *corporate governance*, ristrutturazione del debito, diritto amministrativo, *real estate*, *tax*, antitrust, diritto del lavoro, proprietà intellettuale e *privacy*.

Chambers and Partners 2016, la più diffusa *legal directory* internazionale, ha riconosciuto l'eccellenza di Orrick in molte *practice*, tra cui: *securitization*, *acquisition finance*, *restructuring* e *real estate* in Italia, Francia, Russia e Stati Uniti.

Nello specifico ambito dei mini-bond, Orrick può vantare diversi primati. Il *team* Finance ha curato la maggior parte delle emissioni di questo strumento, nonché la prima emissione di Mini Green Bond, così denominato perché emesso da parte di una società che opera nel settore delle energie rinnovabili. Ha portato a termine la prima emissione in forma dematerializzata di cambiali finanziarie e inoltre ha collaborato alla costituzione di tre fondi che investono in mini-bond. Orrick è *partner* di Borsa Italiana nel progetto ExtraMOT PROLinK, il nuovo portale dedicato al mercato ExtraMOT PRO in *partnership* con i più esperti operatori del settore. Infine, ha supportato le istituzioni nella fase di implementazione della normativa sui mini-bond, in collaborazione con l'Associazione Bancaria Italiana e il Ministero dello Sviluppo Economico.

Copyright 2017 © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale
Stampa: Tipografia Litografia A. Scotti Srl

Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

PARTNER

PARTNER ISTITUZIONALI

www.osservatoriominibond.it