

Leonardo Frigiolini, Gianmarco Paglietti, Roberto Calugi



Modello operativo
per l'accompagnamento delle PMI italiane
sul mercato obbligazionario



Indice

Premessa	3
1. L'obiettivo	9
2. La filiera	11
3. Le fasi	17
3.1 Scouting	17
3.2 Building	23
3.3 Placement	26
3.4 Securitisation	30
4. I tempi	33
5. I costi	34
Gli autori	36

Premessa

Sono trascorsi ormai più di tre anni dall'introduzione, anche in Italia, della normativa che consente alle PMI non quotate di emettere obbligazioni o altri strumenti di debito. Con taluni interventi normativi sulle SRL, in Italia ci si è addirittura spinti oltre, anche se è lecito chiedersi, data la cronica asimmetria informativa in cui purtroppo versano le nostre imprese se questa "apertura" sia destinata a rimanere lettera morta o se poco alla volta, tracciata la strada maestra, qualche "pioniere" inizierà a percorrerla, dando l'esempio e producendo l'effetto emulazione.

Tre anni non sono pochi per alimentare in campo finanziario un'innovazione di prodotto o di processo. Eppure il mercato dei mini-bond, pur segnando un trend costante di crescita, non ha conosciuto quello sviluppo esplosivo che ci si sarebbe potuto attendere alla vigilia. Bisogna allora chiedersi come mai siano ancora poche le aziende che si sono avvicinate al mercato del debito e, soprattutto, per quale motivo il tessuto imprenditoriale stia dimostrando ancora una certa indifferenza (e diffidenza) verso questo genere di strumenti complementari al credito bancario, anche con riferimento a potenziali emittenti che rappresentano hic et nunc veri campioni di eccellenza nazionale. Sarebbe anche interessante verificare la statistica afferente la reattività delle aziende di fronte ai cosiddetti "super-ammortamenti" del 140% recentemente introdotti (quante imprese ne hanno beneficiato subito?), oppure fare la conta delle imprese che hanno aderito ai protocolli del "Patent Box", (quante non hanno dormito - né fatto dormire i propri consulenti - la notte antecedente la scadenza dei termini per l'istanza di ammissione al colloquio presso l'Agenzia delle Entrate?) e via così.

Siamo certamente di fronte ad un **problema culturale** più che ad un **problema finanziario**, o per meglio dire, si tratta di un evento ad impatto psico-sociologico più che di carattere meramente contabile. Su questo dobbiamo lavorare se abbiamo a cuore il kick off del mercato per le nostre PMI.

Quale sarà la scintilla che un bel giorno autonomamente potrà far scattare nelle aziende la voglia (e la determinazione) di andare a mercato? E quando tutti spingeranno per fare obbligazioni (nel timore di restare indietro), quale capacità di supporto e di valutazione sarà stata nel frattempo sviluppata dalla filiera di assistenza alle aziende per non portare a mercato le imprese sbagliate o anche solo "non pronte"? E quale assorbimento riserverà il mercato? E ancora, a fronte di quali parametri avverrà la selezione da parte degli investitori di questi strumenti finanziari?

A parere di chi scrive qualche nuvola all'orizzonte c'è e l'ordinato sviluppo di un mercato in crescita potrebbe essere preceduta da qualche scossone, figlio della superficialità nella

preparazione dell'humus sottostante ogni innovazione. Anche nei progetti di ricerca si produce prima un'idea (figlia della norma favorevole al suo sviluppo), poi si cerca di costruire un prototipo e poi dal prototipo (mediante il c.d. processo di technology transfer) si passa alla produzione di pre-serie e infine alla produzione in serie.

Nessuno penserebbe mai di mettere in commercio una molecola inventata ieri e mai testata o affidare un macchinario o una vettura che siano usciti semplicemente dal centro stile o dall'ufficio R&D del produttore. Per questo diventa molto importante realizzare con le aziende un periodo di "riscaldamento" e di "apprendistato" sul come si maneggia uno strumento alternativo al credito bancario, prima di scendere in campo in grande stile vestiti di tutto punto per giocare la partita "vera". Ma questo non è ancora del tutto compreso, in primis proprio dalle stesse aziende!

L'auspicato "riscaldamento", altro non è se non un percorso "culturale" a beneficio delle aziende, da non sottovalutare affatto; dovrebbe dispiegarsi su un orizzonte temporale di non meno di un anno, (non si riesce in un giorno a colmare il gap di dipendenza bancaria creatosi nelle PMI Italiane dal secondo dopoguerra ad oggi, rispetto alle concorrenti anglosassoni o dell'Europa continentale). In questo periodo di "tutoraggio sperimentale" l'azienda "deve andare a scuola" per diventare "emittente seriale" e oltre alla teoria (non trascurabile quando parliamo di trasparenza verso mercato o di struttura organizzativa d'impresa che deve adottare un emittente che chieda denaro al mercato), ogni tanto deve fare i consueti "compiti in classe" ovvero deve produrre (come gli studenti fanno a scuola) degli elaborati pratici per verificare l'applicazione di quanto studiato. Questi elaborati pratici, nel caso di specie, si chiamano **emissioni-test**.

Un programma che si possa definire minimamente serio ne deve prevedere non meno di tre, in successione fra loro, durante questo "corso annuale", in modo che l'osservatore silenzioso (l'investitore professionale alla ricerca di spread interessanti e ricco di liquidità da allocare) possa avere il tempo di seguire il comportamento dell'allievo. L'allievo, a sua volta, non solo realizzerà la prima emissione, ma poi una seconda e quindi dimostrerà di saper rimborsare la prima emettendone una terza, e via così, imparando come si fa e lasciandosi osservare e analizzare dal mercato, il tutto in un lasso temporale tutto sommato assai ridotto (un anno), velocizzando così i processi di osservazione/valutazione/giudizio degli investitori.

Quanto può costare una campagna di advertising su un quotidiano a tiratura nazionale per un anno intero? Parecchi soldi. Quanto potrebbe costare alle aziende una teorica "quota associativa" per realizzare il "master per diventare emittente seriale"? Tutto sommato, pochissimo, soprattutto se raffrontato al valore incommensurabile della

“Patente di emittente seriale” che l’azienda conseguirà nel giro di poco tempo. E’ un ragionamento che pare filare eppure bisogna fare i conti con poco più di 150 emissioni, comprese quelle a medio-lungo termine, in oltre tre anni. La montagna ha dunque partorito il topolino? Proviamo allora ad analizzare il problema dal punto di vista “delle giustificazioni”: perché ci troviamo in questa condizione? E, soprattutto, bisogna agire sulle aziende o sul “sistema” ed eventualmente come?

Le aziende oggi sanno (superficialmente, ma lo sanno) che se dovessero acquistare un bene costoso, ad esempio un capannone, o se dovessero sostenere un investimento importante, magari per acquisire un’azienda concorrente, potrebbero anche ipotizzare di fare ricorso ad un “mini-bond” (pessima denominazione per uno strumento ben più nobile del nomignolo che gli è stato attribuito). Ma le aziende, spesso, ripetono il mantra che pagano poco il denaro, che le banche le corteggiano e concedono loro finanziamenti a tassi vicini allo zero, e via così con affermazioni che ad un occhio attento appaiono poco lungimiranti...Quanta strada c’è ancora da fare!

La stratificazione della cultura e della preparazione sono eventi quotidiani, silenti, che trasformano le cose con un lento processo bottom up senza che apparentemente nulla cambi ma osservando tante piccole trasformazioni microscopiche, dopo un po’ di tempo, si vedono le differenze abissali “del dopo” versus “il prima”. Come in tutte le cose della vita, dunque, prima le cose si studiano sulla carta, poi si verificano in laboratorio e quindi si fanno gli stress test in grado di verificare la robustezza del processo e solo alla fine e con la dovuta accortezza le si mandano in produzione analizzando in continuo il loro comportamento in quella che si definisce analisi di post-produzione.

Come possono le PMI Italiane avvicinarsi al mercato degli strumenti finanziari alternativi - o complementari - al credito bancario se non sanno da dove cominciare e, soprattutto, chi sono gli interlocutori a cui rivolgersi? Le banche? Gli investitori? E’ evidente che questi operatori agiscono, comprensibilmente, tenendo conto di quelli che sono gli interessi dei propri stakeholders. Se non si considera come mercato di riferimento quello universale e atomizzato entro il quale le aziende possano mettere in competizione i potenziali investitori, è di tutta evidenza che l’emittente sarà costretto ad accettare tutte le condizioni imposte dai “pochi” investitori presenti. Se solo l’azienda sapesse che questo non è il vero mercato, ma un suo emulatore (infatti, spesso si tratta di un private placement) comprenderebbe che quando deciderà di andare veramente a mercato dovrà fare un altro percorso molto diverso dal primo.

Non è difficile comprendere che in uno pseudo-mercato rarefatto i fondi devono (giustamente) preoccuparsi in primo luogo di ritrarre il profitto minimo atteso dagli

investimenti. Ma il fatto stesso che sia il Fondo di investimento a determinare il cut off sopra o sotto il quale l'investimento viene intrapreso o scartato, la dice lunga sul potere negoziale dell'azienda. In questo caso siamo in presenza di una forma di mercato ben lungi da quella che si definisce "concorrenza perfetta". A questo punto abbiamo sviscerato la natura e l'eziologia di un po' di problemi legati ai mini-bond e all'asimmetria informativa in cui versano le nostre piccole e medie aziende.

Vediamo di riepilgarne i tratti essenziali: un potenziale emittente (ad es. una PMI) che non sa fare una cosa (perché nessuno gliel'ha insegnata), si rivolge ad una controparte di mercato, quella che per prima gli viene in mente, la banca, per avere informazioni. Ma la banca versa in palese ed endemico conflitto di interessi con l'imprenditore e non rappresenta certo il "consigliere" ideale a cui rivolgersi per essere aiutato a diversificare le fonti dalle quali attingere denaro per lo sviluppo del proprio business. La banca ha già erogato in precedenza dei fidi al potenziale emittente e da qui il conflitto di interessi con un prodotto alternativo e complementare ai fidi stessi. La seconda controparte che è venuta in mente al nostro potenziale emittente è l'ipotetico Fondo Mini-bond il quale (giustamente) è alla ricerca di profitti adeguati per i suoi investitori (come recita il suo Regolamento approvato da banca d'Italia) e ove decidesse di acquistare le obbligazioni del nostro potenziale emittente, non potrà certamente accettare proventi al di sotto di una certa soglia. Come si può pensare che questa situazione possa giovare alla nostra azienda?

Quale potere contrattuale avrà il nostro potenziale emittente nella determinazione delle caratteristiche dell'obbligazione o del relativo tasso? Ma soprattutto come si può pensare di chiamare questo processo "incontro domanda/offerta" di mercato? Pur nel rispetto di tali forme surrogate che comunque costituiscono un modo per iniziare a far emettere obbligazioni alle nostre PMI, non è questo il mercato che ci attendiamo di trovare fra cinque, dieci, quindici anni. L'azienda deve andare oltre e non fermarsi al surrogato, puntando direttamente ad imparare come si va a mercato, quello vero, atomizzato ed universale! Non va dimenticato, d'altra parte, che anche quando è il prenditore a decidere come fare lo strumento, il limitato potere negoziale delle aziende si materializza al momento dei "covenants", ovvero della lista degli impegni che l'azienda più o meno consapevolmente assume nei confronti dell'investitore per ridurre il rischio e rendere più appetibile l'emissione.

Questa declinazione paradossale non differisce troppo a parere di chi scrive dalla realtà che abbiamo oggi sotto i nostri occhi. Una realtà in cui spesso l'azienda si rivolge al mercato obbligazionario quando ha urgente bisogno di fondi e dopo che i tradizionali canali di finanziamento hanno già dato una risposta negativa. Non è certo questa la condizione di un'azienda strutturata, capace di diversificare le proprie fonti del credito,

che decide unilateralmente e senza indugio a chi chiedere il denaro in quella determinata circostanza. In altre parole, nella definizione delle strategie di sviluppo delle aziende chi guida le danze? Il management o la banca? Su questo le aziende dovrebbero iniziare seriamente ad interrogarsi.

Chi scrive intende sottolineare che le aziende farebbero bene a scaldare i motori prima della gara, simulando ciò che dovrebbe accadere nel caso in cui avessero realmente bisogno di realizzare determinate operazioni di mercato finalizzate a specifiche esigenze pianificate per tempo.

Il progetto che verrà descritto in queste pagine ha come funzione principe quella di affrontare il problema dal punto di vista culturale. Portare cioè le aziende ad assimilare il concetto che si deve "imparare" a fare qualcosa prima che sia necessario farlo, imparare a farsi conoscere con operazioni test per essere pronte con una platea di potenziali estimatori quando servirà "il denaro vero". Altro obiettivo del progetto è creare le condizioni di sistema affinché quando le aziende sentiranno il bisogno di andare a mercato possano trovare una filiera multidisciplinare pronta ad accoglierle e ad accompagnarle. Il settore del food è stato, invece, un mero pretesto. Quando è nato il progetto "Finance 4 food", nel 2015, l'Expo di Milano ha offerto la possibilità di accendere un faro su un settore di eccellenza del Made in Italy, il food, che ci ha resi forti invidiati in tutto il mondo. Allora perché non iniziare proprio creando un "master per futuri emittenti seriali" partendo proprio dalle eccellenze del food?

In chiusura di questa prefazione, un ringraziamento va agli amici del Consorzio camerale per il credito e la finanza che da subito e senza indugio hanno appoggiato questo progetto. E' per il loro tramite che sono entrate in partita molte camere di commercio ed altri players di filiera di cui più innanzi si darà debito conto.

Gli organizzatori di Finance 4 Food confidano di poter fornire ai lettori e al mercato un feedback sullo sviluppo del progetto nella seconda metà del 2016 portando direttamente le testimonianze degli emittenti e i loro "compiti in classe", con relative correzioni e voti.

Per questo però ci sarà ancora un po' di intenso lavoro da mettere in campo...

Leonardo Frigiolini
(AD di Frigiolini & Partners Merchant)
Ideatore del progetto Finance 4 Food



Leonardo Frigiolini, Gianmarco Paglietti, Roberto Calugi

L'obiettivo

Finance 4 Food nasce con l'obiettivo di condurre un gruppo di aziende, operanti nel comparto dell'industria agro-alimentare, all'emissione di titoli obbligazionari di breve termine che possano essere, in seconda battuta, cartolarizzati e collocati sul mercato.

Questo obiettivo strategico si articola, però, in una serie di obiettivi funzionali, che rappresentano altrettante chiavi di lettura del progetto.

Il primo obiettivo è di carattere **culturale**. Gran parte delle aziende italiane ha sentito parlare di mini-bond, poche sono informate sulla possibilità di utilizzare questi strumenti per far fronte a esigenze di liquidità, di finanziamento del capitale circolante o per investimenti produttivi e quasi nessuna sa cosa comporta e come funziona un programma di emissioni "seriali", anche solo di breve termine.

Il progetto intende contribuire a colmare questo gap informativo predisponendo un vero e proprio percorso di accompagnamento didattico per le aziende, che non solo conduca le stesse all'emissione dei titoli ma che, innanzitutto e soprattutto, fornisca loro le risposte a tre domande fondamentali:

- perché emettere mini-bond (di qualsiasi durata per qualunque finalità)?
- come valutare il proprio fabbisogno finanziario?
- come pianificare un programma virtuoso di emissioni?

Il secondo obiettivo funzionale è la creazione di un **prototipo**. L'emissione di mini-bond, ad esempio short-term, è una relativa novità per il mercato, sia dal lato degli investitori sia soprattutto dal lato degli emittenti. Le prime emissioni-test realizzate nell'ambito del progetto dovranno essere quindi una sorta di esame preliminare, in cui le imprese - ma anche i soggetti che vi ruotano attorno - metteranno a frutto quanto hanno appreso durante il percorso.

Perché si è fatto riferimento ad emissioni "short term" (convenzionalmente inferiori a 12 mesi)? Il motivo è semplice: l'emissione di un mini-bond a 5-7 anni restituirà agli osservatori, agli analisti e alla stessa azienda un quadro chiaro della situazione dopo 5-7 anni. Per "imparare il mestiere" di emittente, un simile orizzonte temporale sarebbe poco fruibile. Al contrario, lavorando con emissioni di breve termine, l'azienda avrà modo di completare il "rodaggio" in tempi relativamente brevi e potrà replicarlo più volte e con scadenze diverse in base alle proprie esigenze.

Le emissioni-test non risponderanno all'esigenza pratica di far fronte a un effettivo fabbisogno di liquidità. Saranno, invece, emissioni di importo relativamente limitato, con

un obiettivo di copertura circoscritto, con lo scopo dichiarato di far testare sul campo alle imprese cosa significa emettere titoli di debito. Gestendo queste emissioni-test, esse avranno la possibilità di **rodare gli ingranaggi** organizzativi interni e di imparare a **gestire** il post-emissione, con tutto ciò che questo comporta in termini di monitoraggio, di comunicazione, di confronto e di networking con gli operatori del mercato.

Allo stesso tempo, le emissioni-test serviranno agli investitori per valutare gli emittenti, per entrare nei meccanismi di Finance 4 Food (che è un mero “abito” con il quale vestire un esperimento didattico di gruppo) e per testare la solidità e l’affidabilità dell’impianto teorico e operativo che vi è alla base. Per questo motivo, le emissioni-test saranno collocate principalmente presso un **club deal di investitori** che rappresenteranno gli interlocutori di riferimento in questa fase e che svolgeranno la funzione di “avanguardia” degli investitori, anche esteri, presso cui si andranno poi a collocare le successive emissioni (verosimilmente cartolarizzate) di titoli.

L’esperienza maturata con questo progetto-pilota potrà essere valorizzata e declinata in altri contesti produttivi e in specifiche realtà territoriali, al fine di realizzare quello che possiamo considerare un vero e proprio **trasferimento tecnologico** di competenze e di metodologie.

Il terzo obiettivo è consolidare la cosiddetta **filiera multidisciplinare**. Finance 4 Food prevede, come si è detto, un percorso di avvicinamento a tappe verso l’obiettivo finale, in cui possono (o per meglio dire dovrebbero) intervenire numerosi attori, pubblici e privati, operativi e istituzionali.

In questo senso, possiamo parlare di un **progetto di sistema** capace di creare un network virtuoso di competenze al servizio delle imprese.

Per questo motivo, la **Frigiolini & Partners Merchant** (di seguito F&P Merchant) ha voluto coinvolgere nel progetto soggetti quali camere di commercio, associazioni, confidi, banche locali, finanziarie regionali, commercialisti, revisori, avvocati d’affari, consulenti aziendali, investitori privati e istituzionali. Si tratta di soggetti che, in momenti diversi e in ambiti differenti, possono concorrere al raggiungimento dell’obiettivo mettendo in rete le proprie competenze e valorizzando la funzione svolta sul mercato, in un’ottica di sussidiarietà orizzontale e valorizzando gli strumenti tecnologici a disposizione. In questo compito, F&P Merchant ha potuto contare sulla collaborazione strategica del **Consorzio camerale per il credito e la finanza**, che oltre a patrocinare l’iniziativa, ha contribuito ad aggregare intorno al progetto un network di 19 camere di commercio che, a vario titolo e con modalità diverse, hanno contribuito a individuare un significativo numero di potenziali imprese target oltre a quelle direttamente selezionate dagli ideatori.

2. La filiera

Tra gli obiettivi funzionali è stata indicata la creazione di una filiera multidisciplinare che raggruppi, secondo un sistema di sussidiarietà orizzontale, i diversi attori presenti sul territorio e sul mercato.

Si tratta di soggetti pubblici e privati, operativi e istituzionali, chiamati a condividere e integrare le proprie competenze per realizzare un **percorso ragionato** lungo il quale accompagnare e formare le aziende in vista della futura emissione di titoli.

La creazione della filiera, oltre che a una funzione di networking, risponde anche a una esigenza di “efficientamento” degli interventi. Sul mercato operano, infatti, una serie di attori portatori di esperienze e di competenze e titolari di informazioni, talvolta sovrapposte, che possono essere opportunamente integrate per:

- **ovviare alle asimmetrie informative** con cui devono tipicamente confrontarsi i soggetti che si interfacciano con le aziende, soprattutto di piccole e medie dimensioni,
- **abbattere i costi** di raccolta, elaborazione ed analisi dei dati,
- **ridurre i tempi** di istruttoria e valutazione.

A regime, la filiera dovrà garantire un’aggregazione e una trasmissione efficiente e tempestiva delle informazioni da e verso le imprese e tra i diversi soggetti coinvolti nel progetto.

Per ottenere questo risultato, però, è necessario che tutti gli attori siano consapevoli dell’importanza del ruolo svolto e disponibili a condividere le informazioni in proprio possesso. Inefficienze, ritardi, carenza di collaborazione finirebbero inevitabilmente per ripercuotersi, rendendolo vulnerabile, su tutto il processo di accompagnamento e valutazione. La tecnologia rappresenta, in questo contesto, lo spazio virtuale di condivisione dei processi di Filiera, semplificandoli e abbreviando i tempi di reazione.

Discendendo lungo la filiera, gli attori coinvolti nel processo sono:

1. **F&P Merchant.** La merchant ha svolto un ruolo di ideazione e progettazione dell’iniziativa e garantisce il coordinamento delle attività dei diversi soggetti, al fine di assicurare un’efficiente integrazione delle diverse funzioni. Essa assume, quindi, il ruolo di **process coordinator** di tutta la Filiera, armonizzando e rendendo quanto più possibilmente efficaci ed efficienti i vari steps di processo.

A livello operativo, naturalmente, spetta alla merchant svolgere il ruolo di advisor delle diverse emissioni che andranno a popolare il portafoglio, anche al fine di

garantire una omogeneizzazione delle procedure e una standardizzazione dei modelli che permetta di abbattere i costi per le imprese. Allo stesso tempo, si occupa sia della valutazione preliminare delle imprese target sia della vera e propria due diligence che condurrà all'emissione dei titoli, sia del loro collocamento sul mercato.

2. **Consorzio camerale per il credito e la finanza.** Il Consorzio camerale ha messo a disposizione del progetto l'esperienza maturata nell'attività di proposta e animazione di iniziative sperimentali per la diffusione dei nuovi strumenti finanziari. In questo ambito, il ruolo del Consorzio camerale è consistito nel promuovere e nell'aggregare il consenso e l'interesse di un gruppo di 19 camere di commercio intorno all'iniziativa, coordinando le attività di promozione sul territorio e di pre-scouting delle potenziali imprese-target.
3. **Enti territoriali e associazioni di categoria.** Gli enti territoriali lavorano tradizionalmente a contatto più o meno stretto con le imprese, soprattutto con quelle di piccole e medie dimensioni che sono più difficili da raggiungere e da valutare per gli operatori del mercato. Il ruolo di questi enti può essere quindi di grande valore sia nella fase di scouting sia in quella di primo orientamento.

Nella fase di scouting, possono offrire un supporto per l'**individuazione** e la **segnalazione** delle imprese target, valorizzando i repertori e le informazioni storiche a propria disposizione. La valorizzazione delle informazioni rappresenta, in effetti, un passaggio delicato del processo, poiché richiede un ruolo proattivo da parte degli enti, chiamati ad andare oltre la semplice fornitura di dati grezzi (si pensi ai bilanci o alle visure camerali) garantendo l'integrazione di questi con informazioni, anche qualitative, desumibili da altre fonti accessibili (si pensi, a puro titolo di esempio, ai dati su brevetti, marchi e disegni, ai certificati di origine, ai risultati della partecipazione a fiere e missioni, agli esiti di bandi e di altre iniziative, alla realizzazione di reti di impresa o a network con università, laboratori e centri di ricerca).

Allo stesso modo, gli enti territoriali possono offrire un **supporto istituzionale** importante, organizzando momenti informativi pubblici e svolgendo un'azione di promozione e di informazione capillare sulle opportunità offerte dai nuovi strumenti di finanziamento. Per catturare l'attenzione - e superare la ritrosia - della maggioranza degli imprenditori, che solitamente non partecipa agli eventi pubblici o ad altre iniziative istituzionali, è necessario, infatti, uno sforzo notevole di sensibilizzazione e

di coinvolgimento, che richiede un significativo investimento di tempo e di lavoro da parte dei funzionari preposti.

Non va, peraltro, dimenticato il ruolo che gli enti territoriali, in primis Regioni e camere di commercio, possono svolgere anche sotto il profilo dell'incentivazione all'utilizzo di questi strumenti, ad esempio tramite l'erogazione di **voucher**, come nel caso della Regione Lombardia o della camera di commercio di Cuneo.

4. **Consulenti aziendali.** In questa macro-categoria facciamo rientrare i commercialisti, gli avvocati d'affari e gli altri consulenti aziendali che lavorano a stretto contatto con le imprese. Proprio per la profonda conoscenza della struttura organizzativa, della gestione e del fabbisogno finanziario, dei piani di sviluppo e delle opportunità di crescita dei propri clienti, i consulenti possono svolgere un ruolo importante nell'economia del progetto. A differenza di quello degli enti territoriali, che hanno una caratterizzazione istituzionale e *super partes*, il ruolo dei consulenti fonda, invece, la propria importanza strategica nel confronto e nel rapporto personale con l'imprenditore, che cerca in essi gli interlocutori capaci di individuare le soluzioni ottimali per le esigenze organizzative e finanziarie dell'azienda.

La collaborazione di questi operatori è essenziale sia nella fase di scouting, sia in quella di primo orientamento, sia in quella - più matura - di predisposizione delle informazioni necessarie alla due diligence. Nella prima e nella terza fase, i consulenti possono fornire informazioni essenziali per individuare, selezionare e valutare correttamente le imprese, fornendo anche una serie di informazioni che non sempre sono desumibili dai bilanci depositati, soprattutto per quanto riguarda la gestione del circolante e l'eventuale pianificazione di programmi di sviluppo o di riposizionamento produttivo. Nella fase centrale, quella del primo orientamento, il loro supporto - o mancato supporto - può risultare determinante per indurre l'imprenditore a iniziare il percorso o, viceversa, a rinunciarvi optando ancora una volta per i fidi bancari.

Anche in questo caso, è importante che i consulenti siano adeguatamente informati e formati sul tema, affinché possano offrire un orientamento corretto e una informazione completa alle aziende. E' inutile negare che, talvolta, proprio la mancanza di un'informazione adeguata da parte dei consulenti rappresenta il maggior ostacolo per il reclutamento e il coinvolgimento delle imprese. In quest'ottica è pertanto fondamentale realizzare **momenti di incontro** e di informazione con gruppi di consulenti, anche a livello associativo o di cluster, al fine di illustrare nel dettaglio le finalità del progetto, le opportunità offerte dagli strumenti proposti e il ruolo affidato

proprio ai consulenti. Nello specifico del progetto Finance 4 food, i consulenti entrati a far parte della Filiera, sono stati preventivamente valutati da F&P Merchant e dopo un processo di due diligence, nominati “soggetti noti e graditi a F&P” entrando a far parte di una short list ad hoc.

5. **Confidi.** Quando si parla degli enti di garanzia si è soliti citare il patrimonio di informazioni sulle imprese, anche di dimensioni minori, di cui i confidi dispongono e che può essere valorizzato in un’ottica di filiera. In tal senso, essi possono senza dubbio offrire un supporto importante nella fase di **scouting** e di primo orientamento ma il ruolo che i confidi possono recitare è molto più ampio e può tradursi, per essi stessi, anche in una opportunità di diversificazione dell’attivo e del rischio.

Essi, infatti, possono **coprire l’emissione** con la propria garanzia, in modo da abbattere il rischio per l’investitore e ridurre, di conseguenza, anche il tasso finale per l’emittente. Il loro intervento come garanti può assumere un ruolo ancora più importante in un’ottica di portafoglio e di cartolarizzazione, rendendo appetibile l’investimento per gli istituzionali, anche esteri, che dovessero intervenire nella fase finale del progetto. Particolarmente interessante risulta essere la strutturazione della **garanzia in pool**, secondo un modello che è in corso di test e che vedrà la luce nel corso delle prossime emissioni di titoli short term e che può contribuire ad abbattere, anche fino al 100%, il rischio legato alle emissioni.

In una fase storica in cui il loro ruolo nel contesto del mercato del credito appare in crisi, garantire emissioni di titoli obbligazionari può rappresentare un’opportunità di diversificazione molto interessante per i confidi (vigilati), nell’ambito della riserva di attività prevista dalla normativa. Inoltre, in questo segmento di mercato, essi non devono affrontare la concorrenza del Fondo centrale di garanzia, a differenza di quanto avviene sul mercato del credito, poiché esso può garantire i mini-bond solo con scadenza non inferiore ai 36 mesi e solo per sottoscrittori che rientrino nella categoria degli intermediari vigilati, escludendo così i titoli a breve termine e gli investitori non sottoposti alla vigilanza.

Infine, i confidi possono guardare ai mini-bond anche in un’ottica di gestione efficiente della propria **tesoreria**. Nella fase di emissioni-test, infatti, i titoli saranno collocati, come si è anticipato, presso club deal di investitori di varia natura, anche con quote relativamente limitate. Nulla vieta quindi che anche i confidi partecipino alla sottoscrizione dei mini-bond, che - oltre a garantire, anche in questo caso, una

diversificazione del rischio - offrono una remunerazione sicuramente competitiva rispetto ad altri strumenti di investimento disponibili sul mercato.

6. **Banche locali.** Per le banche locali, in primis BCC ma anche casse di risparmio e altre realtà territoriali, vale un discorso simile a quello già affrontato per i confidi. Da un lato, esse possono offrire il proprio contributo in fase di **scouting**, segnalando clienti interessati a diversificare le fonti di finanziamento o che, per i motivi più diversi non possono ricorrere al canale bancario.

Dall'altro lato, possono svolgere una funzione di **arranger**, collaborando al collocamento dei titoli o all'individuazione di possibili investitori da coinvolgere nel club deal. In alcuni casi, peraltro, le banche locali possono esse stesse intervenire in qualità di **investitori**, sempre nell'ottica della diversificazione degli impieghi e della gestione ottimale della tesoreria.

Le banche locali potrebbero trarre grande vantaggio dall'adesione alla Filiera perché potrebbero partecipare ad attività in grado di generare nuovi ricavi e di diversificarli, in un momento in cui risulta quanto mai difficile affrontare la concorrenza portata dalle grandi banche sia sotto il profilo dei tassi applicati alla clientela, sia sotto quello del costo di raccolta dei capitali sul mercato.

7. **Finanziarie regionali.** Le finanziarie regionali svolgono il ruolo di braccio finanziario operativo delle Regioni e possono, quindi, essere interessate a intervenire nella filiera sia in un'ottica di **politica industriale** sia con una logica da **investitori**.

Generalmente, le finanziarie regionali non hanno un rapporto diretto con le imprese del territorio, se non per la gestione di incentivi e agevolazioni, e non possono quindi offrire un contributo operativo rilevante sotto il profilo dello scouting o del primo orientamento per le imprese. Esse, però, possono giocare un importante ruolo di incentivazione e di supporto, anche attraverso l'**erogazione di contributi** a favore delle imprese che vogliono emettere titoli di debito. La Lombardia rappresenta, in tal senso, il primo esempio di ente regionale che, attraverso la propria finanziaria, ha inteso incentivare il ricorso all'emissione di mini-bond attraverso un programma (anche) di voucher per le imprese emittenti.

La seconda, importante, funzione delle finanziarie regionali si manifesta nella fase di **collocamento dei titoli**. Si è detto che esse possono intervenire nella filiera con una logica di investitori: le finanziarie regionali possono, infatti, partecipare - come già è stato fatto recentemente da Veneto Sviluppo e da Finlombarda e prossimamente da

IRFIS in Sicilia – al pool di investitori presso cui saranno collocati i titoli delle emissioni-test e, in prospettiva, anche delle successive emissioni cartolarizzate. In questo contesto, la partecipazione delle finanziarie regionali ha anche un importante impatto mediatico, poiché offre una sorta di certificazione virtuale, per gli altri potenziali investitori, della serietà e della affidabilità delle singole emissioni sottoscritte e del progetto nel suo complesso.

Una terza possibile modalità di intervento (ed è l'esempio, della SFIRS in Sardegna e di Finlombarda) si realizza mediante la **concessione di una garanzia** di buona qualità per quote-parti anche significative dell'emissione, rendendo più agevole l'intervento degli investitori e contribuendo, al contempo, ad attrarre capitali sul territorio.

8. **Investitori.** Gli investitori rappresentano il tassello conclusivo della filiera e dal loro giudizio dipende il successo dell'intera operazione. Nell'economia del progetto, bisogna distinguere due fasi: quella delle emissioni-test e quella della costruzione del portafoglio cartolarizzabile.

Nella prima fase, le singole imprese giungeranno all'emissione al termine di un percorso personalizzato di avvicinamento e collocheranno sul mercato un ammontare di titoli relativamente circoscritto, che non corrisponde necessariamente all'effettivo fabbisogno di breve periodo e che ha essenzialmente una funzione di "esercitazione". In questa fase, i titoli saranno collocati presso un **club deal di investitori** di varia natura che potranno impegnarsi anche per importi limitati, seppur non inferiori di norma a 50.000 euro. Gli investitori che intervengono in questa fase possono essere fondi d'investimento, banche, finanziarie regionali, confidi, compagnie di assicurazione e fondi pensione, casse di previdenza, fondazioni, investitori privati - purché possiedano la qualifica di "investitori professionali a richiesta" secondo quanto previsto dal Regolamento intermediari emanato dalla Consob (delibera 16190/07) - e altri intermediari che possono intervenire in un'ottica di diversificazione degli impieghi e del rischio.

Nella fase successiva, quella della costruzione del vero e proprio portafoglio cartolarizzabile, potranno intervenire anche **investitori istituzionali**, soprattutto esteri. La taglia nettamente maggiore di un portafoglio di titoli rispetto alla singola emissione abbatta i costi per gli investitori istituzionali e rende l'investimento più appetibile. In questa fase, potranno essere coinvolti allargando la platea, altri fondi di investimento, fondi pensione, assicurazioni e altri operatori attivi soprattutto sui mercati esteri.

3. Le fasi

Il percorso si articola in quattro fasi:

- Scouting
- Building
- Placement
- Securitisation.

3.1 Scouting

Lo scouting, sulla base delle esperienze maturate, è una fase critica per l'attuale maturità del mercato italiano. Il problema fondamentale da affrontare non è la presenza di imprese che dispongano dei fondamentali necessari per emettere titoli ma l'individuazione di aziende che comprendano l'importanza di provare ad **utilizzare** questa nuova tipologia di strumento finanziario. Per riuscire a raggiungere, informare e reclutare le aziende target è necessario quindi uno sforzo comune da parte di tutti quei soggetti che, a vario titolo, possono rappresentare per l'imprenditore una sorta di ente "certificatore" della validità e dell'utilità dello strumento proposto.

D'altra parte, limitarsi a informare le aziende attraverso convegni o interventi sui media risulta poco incisivo, poiché una simile strategia non riesce a superare la ritrosia e la diffidenza che tradizionalmente gran parte degli imprenditori manifesta nei confronti dei nuovi strumenti di finanza aziendale. L'azione di informazione, al contrario, deve essere **personalizzata**, diretta, efficace e, soprattutto, pratica.

Per riuscire a conciliare la duplice esigenza di veicolare l'informazione attraverso soggetti ritenuti "credibili" garantendone al contempo l'efficacia e la correttezza tecnica è necessario assicurare un **coordinamento** tra quelle che tradizionalmente si definiscono **istituzioni di prossimità** (associazioni, camere di commercio, enti locali, confidi, banche locali, commercialisti, avvocati d'affari, società di consulenza).

In questa logica, è necessario strutturare la fase di scouting in una serie di sotto-fasi.

1. **Individuazione delle istituzioni di prossimità.** Questo passaggio è fondamentale per definire il perimetro dei soggetti che possono concorrere materialmente a circoscrivere l'universo di riferimento dei potenziali emittenti presenti sul territorio.

Nello specifico del progetto Finance 4 Food, sono stati coinvolti nell'iniziativa i seguenti soggetti:

- associazioni di categoria
- avvocati d'affari
- banche locali
- camere di commercio
- commercialisti
- confidi
- enti locali
- studi e società di consulenza.

2. **Formazione delle istituzioni di prossimità.** Si è avuto modo di sottolineare quanto sia importante saper veicolare informazioni precise ed efficaci verso gli imprenditori al fine di superarne la tradizionale diffidenza verso i nuovi strumenti di finanziamento.

Per raggiungere questo scopo è necessario ovviare alla comprensibile scarsa informazione dei funzionari materialmente incaricati di contattare e sensibilizzare le imprese. La conoscenza dei mini-bond, infatti, si limita generalmente all'informazione sugli aspetti normativi o sulle dinamiche del mercato ma difficilmente questo può risultare sufficiente per soddisfare gli imprenditori. In tale ottica, F&P Merchant ha predisposto appuntamenti dedicati ai referenti delle istituzioni di prossimità in cui vengono illustrati nel dettaglio i diversi aspetti del progetto e, soprattutto, si sottolineano le caratteristiche dei mini-bond che interessano più da vicino le imprese.

Tali appuntamenti si traducono in meeting, in seminari riservati e anche in un servizio di help desk a disposizione dei funzionari che necessitano di informazioni mirate. E' necessario, naturalmente, per rendere efficace il processo, che per ciascuna istituzione di prossimità sia individuato un singolo referente, sia per garantire economie di scala sotto il profilo della formazione e informazione, sia per offrire agli imprenditori un punto di riferimento unitario.

3. **Definizione dei parametri di selezione.** L'obiettivo del progetto non è produrre grandi numeri per dimostrare l'ampiezza della platea di potenziali emittenti esistente in Italia. L'obiettivo è piuttosto quello di individuare un **gruppo omogeneo** di aziende affidabili, sane, con buone prospettive di crescita e appetibili per il mercato. Per limitare il rischio di inquinare l'universo di riferimento con aziende che mancano dei requisiti elementari, è stato definito un **set di parametri** minimi di selezione che circoscrive l'ideale perimetro di riferimento.

Questi parametri riguardano:

- a) **fatturato**, in linea di massima compreso fra 5 e 50 milioni senza però escludere fatturati maggiori
- b) **margine operativo lordo**, possibilmente non inferiore al 10% del fatturato
- c) **oneri finanziari**, possibilmente non superiori al 60% del MOL
- d) **assenza di procedure straordinarie**, in atto o recenti
- e) **regolare utilizzo** dei fidi bancari
- f) **Un business sano in continuo sviluppo**

Si tratta di parametri utilizzabili da chi, per i motivi più diversi, preferisce attenersi a criteri oggettivi di selezione, facendo ricorso a repertori standardizzati di dati finanziari.

Nulla vieta ed è, anzi, auspicabile, che le istituzioni di prossimità segnalino anche direttamente, sulla base di informazioni qualitative o di **conoscenza diretta**, imprese meritevoli, prescindendo dal mancato rispetto dei parametri indicati a causa di situazioni contingenti che, ovviamente, non possono emergere dall'asettica analisi dei dati di bilancio e spiegandone le ragioni mediante una sintetica verbalizzazione a conforto.

A integrazione dei dati e delle informazioni ricevuti dalle istituzioni di prossimità, il soggetto coordinatore del progetto, F&P Merchant, può naturalmente includere nel novero delle imprese target realtà imprenditoriali desunte da altri repertori e da altre fonti di informazione disponibili.

4. **Costruzione dell'universo di riferimento.** Sulla base delle segnalazioni raccolte, il soggetto coordinatore costruisce l'universo di riferimento, ovvero l'insieme delle aziende che rientrano nei parametri di selezione o che sono state segnalate dalle istituzioni di prossimità.

Nel caso di Finance 4 Food le aziende individuate sono state circa 800. Un supporto importante è stato offerto dal Consorzio camerale, che ha contribuito a indirizzare e supervisionare le attività di estrazione dei dati da parte delle camere di commercio, al fine di affinare il più possibile l'output finale.

Le aziende sono state poi classificate in base alla localizzazione geografica, al comparto produttivo, alle dimensioni produttive e organizzative, ai principali dati di bilancio.

Ciò ha permesso a F&P Merchant di realizzare uno **scoring** delle aziende, ripartite secondo fasce di merito e sulla base delle quali si è proceduto a realizzare la successiva selezione.

5. **Selezione delle aziende.** Sulla base dei dati di bilancio, delle informazioni qualitative e andamentali e di altri dati integrativi desunti dalle fonti di informazione disponibili, si procede alla selezione delle aziende. La selezione è finalizzata a individuare le aziende che, in base a una serie di variabili legate a dimensione, ambito produttivo, risultati economici e finanziari, dinamiche di crescita, possono rappresentare il target di riferimento per il progetto.

La natura dei mini-bond short-term permette di strutturare emissioni di **importo più limitato** rispetto alle classiche operazioni di medio-lungo termine, offrendo così la possibilità di includere nel potenziale target anche aziende che, per dimensione propria o per fabbisogno finanziario, non troverebbero convenienti emissioni di titoli tradizionali. Ciò comporta naturalmente la necessità di adattare i criteri di valutazione alle caratteristiche di queste imprese, che non sempre dispongono di ampi set di dati economici e finanziari. In questo caso, assume una certa rilevanza la possibilità di essere coadiuvati dalle istituzioni di prossimità per il reperimento di dati e notizie integrativi, che permettano di superare l'asimmetria informativa e di valutare correttamente le aziende.

Si è affermato più volte che i titoli obbligazionari, soprattutto di breve termine, possono rappresentare una fonte di finanziamento complementare o alternativa al credito bancario. Ciò non significa naturalmente che possano far ricorso al mercato obbligazionario quelle imprese respinte dalle banche a causa di una situazione economico-finanziaria irrimediabilmente compromessa. Criterio fondante della selezione è verificare la sussistenza delle condizioni minime che permettano alle imprese di **generare entrate sufficienti** a onorare il debito a scadenza. I titoli di breve termine servono per garantire liquidità ed equilibrio dei flussi di cassa nel periodo intercorrente tra i pagamenti programmati e gli incassi previsti e non, invece, per ripianare debiti in scadenza o, peggio ancora, crediti incagliati. In un progetto sperimentale qual è Finance 4 Food è essenziale verificare con una certa severità la sussistenza di queste condizioni, poiché da esse dipende il successo del percorso complessivo e la credibilità dell'intera filiera multi-disciplinare.

6. **Coinvolgimento delle aziende.** Una volta individuate le potenziali imprese-target, si devono affrontare i passaggi più complessi della fase di scouting, ovvero il

coinvolgimento e il reclutamento delle aziende. Si è avuto modo di affermare che il nodo principale per gli operatori, in questa fase ancora embrionale del mercato, non è quello di individuare le aziende ma reclutare quante vogliono effettivamente farlo. Da qui nasce l'apparente contraddizione tra le decine di migliaia di imprese che, secondo le numerose stime fatte negli anni scorsi, potrebbero alimentare il mercato e le poche decine di unità che effettivamente l'hanno fatto.

Si è parlato in precedenza dell'ancora notevole gap informativo che circonda il mercato dei mini-bond e quanto poco efficaci si siano rivelati i tradizionali strumenti di comunicazione utilizzati per raggiungere le imprese. E' evidente che per riuscire a far breccia nella comprensibile diffidenza degli imprenditori è necessario condurre un'azione di comunicazione e informazione personalizzata e paziente, condotta in collaborazione con i soggetti che rappresentano gli interlocutori naturali per le aziende.

E' partendo da queste considerazioni che, nell'ambito di Finance 4 Food, si è voluto assegnare un ruolo importante alle istituzioni di prossimità, proprio per l'autorevolezza che il loro giudizio dovrebbe avere nel processo decisionale degli imprenditori. Si è pertanto affidato ad esse il compito di "fare comunicazione" presso le imprese selezionate, informandole su obiettivi e metodologie del progetto e su utilità e natura dei mini-bond, in particolare di quelli "short-term" di più facile digeribilità. Non va negato che i risultati, in generale positivi, hanno registrato diversi livelli di efficacia e di capacità di penetrazione da parte dei diversi soggetti coinvolti, evidenziando una non omogenea solidità di rapporti, nei diversi territori, tra referenti istituzionali e imprese.

Lo schema generale di comunicazione utilizzato in questa sotto-fase prevede un mix di informazione veicolata attraverso i canali ufficiali e di contatti telefonici o personali con le aziende target, seguito da incontri a porte chiuse con la partecipazione degli imprenditori selezionati, i rappresentanti istituzionali e i referenti di F&P Merchant. Nel corso degli incontri si sono illustrate agli imprenditori le caratteristiche, le procedure e le opportunità offerte del progetto e si sono raccolte le prime adesioni all'iniziativa.

- 7. Reclutamento delle aziende.** Nella fase successiva agli incontri conoscitivi si procede alla verifica dell'interesse, da parte delle aziende coinvolte, ad avviare il percorso che le condurrà alle emissioni-test. Possono essere necessari in questo passaggio uno o più incontri ulteriori e personalizzati con gli imprenditori per affrontare in maniera più approfondita i dettagli dell'iniziativa e ciò che l'adesione comporta per l'azienda in

termini di investimento di tempo, di attività e, in prospettiva, di costi. E' questa l'occasione per fare una **prima verifica** dell'effettiva situazione finanziaria delle aziende, del loro fabbisogno di cassa e delle prospettive di medio termine. Laddove le imprese confermino la volontà di partecipare all'iniziativa, si formalizza il reciproco impegno tra impresa e "process coordinator" e si dà formalmente avvio al percorso operativo.

Le istituzioni di prossimità che hanno concorso al matching con l'impresa continuano ovviamente a svolgere un ruolo che può essere, a seconda dei casi, istituzionale o operativo. Nel primo caso - e ci si riferisce all'esempio di associazioni, camere di commercio o di altri enti pubblici - l'ente può essere visto come punto di riferimento neutrale e *super partes* per l'impresa nei vari passaggi del progetto. Nel secondo caso - commercialisti, avvocati d'affari, consulenti - il ruolo di appoggio può assumere i connotati di un vero e proprio servizio di assistenza nelle diverse fasi del progetto: si può pensare alla predisposizione dei documenti contabili, dei prospetti per la definizione di un rating aziendale, dei contratti o anche al contributo per il collocamento finale dei titoli e per la definizione del pricing.

3.2 Building

La seconda fase è quella in cui si “costruisce” il successo del progetto. Trattandosi di una iniziativa prototipale è fondamentale riuscire a testare e rodare con efficacia i meccanismi e le procedure che, a regime, potranno essere valorizzati e replicati in altre realtà ma, allo stesso tempo, è importante garantire una selezione attenta e una articolazione equilibrata della “squadra” di imprese che andranno a fare le emissioni-test. Questi due elementi sono, infatti, fondamentali per costruire la credibilità e l’appetibilità del progetto presso gli investitori istituzionali. Errori di valutazione grossolani o debolezze strutturali nel percorso danneggerebbero irrimediabilmente l’appeal del progetto inficiandone la replicabilità e la spendibilità future e soprattutto la reputazione dei membri della Filiera.

Anche questo passaggio, naturalmente, è articolato in più sotto-fasi che ricalcano, grosso modo, le normali procedure per l’emissione di mini-bond di medio-lungo termine.

1. **Adeguamento giuridico.** La società che decide di emettere titoli deve prevedere nel proprio statuto questa possibilità. Nel caso di una società per azioni non vi sono prescrizioni particolari, mentre nel caso di società a responsabilità limitata bisognerà provvedere alla modifica statutaria con un’assemblea straordinaria. Ovviamente, prima dell’emissione, sarà necessaria una apposita delibera da parte dell’organo societario competente. Questi passaggi possono essere affrontati agevolmente con l’assistenza di un notaio e del consulente aziendale di fiducia nei tempi e con le modalità dettati dal process coordinator.
2. **Due diligence.** Prima dell’emissione è necessario che l’advisor – in questo caso il process coordinator del progetto, F&P Merchant – curi, in collaborazione con l’imprenditore e il suo staff, la fase di analisi e valutazione dello stato di salute dell’azienda. Nel caso di mini-bond short-term che, generalmente, si vanno ad inserire in un programma revolving, è ovvio che la due diligence verrà effettuata in maniera approfondita solo in occasione della prima emissione, mentre nelle seguenti si provvederà a una verifica della sussistenza dei parametri macro e al monitoraggio andamentale della situazione dell’azienda.

La due diligence valuta la solidità economico-finanziaria dell’impresa nelle sue diverse componenti: avremo quindi una valutazione del posizionamento di mercato e della competitività aziendale, un’analisi degli aspetti finanziari, quali flussi ed equilibrio di cassa, gestione del circolante, stato patrimoniale, prospettive di redditività e di crescita, un controllo degli oneri fiscali e dei relativi rischi collegati, una verifica di eventuali pendenze legali, di diritti di terzi o di clausole che possano condizionare l’attività

aziendale, oltre naturalmente ad eventuali ulteriori informazioni e approfondimenti che si rendessero utili per completare il giudizio.

La durata può variare a seconda della tipologia di azienda e della disponibilità e chiarezza delle informazioni disponibili. È ovvio che in questa fase potrà essere determinante il supporto fornito dai commercialisti e dai consulenti di fiducia delle aziende esaminate: in questo senso, un efficiente coordinamento delle attività svolte e delle informazioni fornite dai vari componenti della filiera multi-disciplinare potrà ridurre notevolmente i tempi e affinare al meglio il giudizio espresso. Non va, d'altra parte, dimenticato il concorso di informazioni offerto dalle altre istituzioni di prossimità – in primis le camere di commercio – che potranno utilmente integrare i dati raccolti con altri repertori al fine di completare il quadro informativo complessivo.

3. **L'assegnazione del rating.** Il giudizio complessivo sull'affidabilità delle aziende viene sintetizzato in un valore – il rating – utilizzabile dagli investitori per valutare la rischiosità dell'emittente. Si è molto discusso sull'importanza del rating e sull'attendibilità dei giudizi espressi dalle agenzie specializzate. Nel caso dei mini-bond, l'assegnazione di un rating assume non solo una valenza esterna – verso il mercato – ma anche e soprattutto una valenza interna, poiché offre alle stesse aziende un riscontro oggettivo sul proprio stato di salute e le "abituata" a ragionare in un'ottica di maggior trasparenza e di interazione con gli altri operatori di mercato. La valutazione sull'affidabilità dell'azienda può essere fatta – e viene fatta – naturalmente dagli analisti dell'advisor ma, in un'ottica di trasparenza verso il mercato e soprattutto nella prospettiva della cartolarizzazione, l'assegnazione di un rating ufficiale diventa condizione imprescindibile di affidabilità e credibilità. Va peraltro detto che non è strettamente necessario partire dal rating per giungere all'emissione o alle emissioni-test. Il rating è un obiettivo a tendere che l'azienda farebbe bene ad annotare come utilità nel tempo, in particolar modo quando, avendo imparato a maneggiare gli strumenti di mercato alternativi al credito bancario, riterrà di rivolgersi in via continuativa e permanente ad essi. Si tratta di un ulteriore strumento di robustezza informativa che l'azienda metterà a disposizione degli investitori, i quali certamente lo apprezzeranno.
4. **La quantificazione del fabbisogno.** Una volta completata favorevolmente la due diligence, si procede alla quantificazione del fabbisogno finanziario e alla definizione dell'ammontare dell'emissione. Nel percorso immaginato per Finance 4 Food vanno tenute in considerazione due particolarità. Innanzitutto si ragiona su **mini-bond short-term**: ciò comporta che la valutazione del fabbisogno sia fatta sulle esigenze di

liquidità dell'azienda e, quindi, sul finanziamento del circolante e non sulla base di piani di sviluppo di medio-lungo termine, come nel caso dei mini-bond tradizionali. Il fabbisogno finanziario può mutare nel tempo e diventa, quindi, importante per l'azienda imparare a gestire con elasticità e lungimiranza questo strumento, che non va a sostituire tout court il credito bancario (e per taluni versi il factoring), ma che vi si affianca per garantire la stabilità della gestione finanziaria day by day.

In secondo luogo, si lavora su un **progetto-pilota** che non ha solo una valenza finanziaria ma anche un intento formativo. Di conseguenza, le prime emissioni-test non saranno finalizzate a soddisfare integralmente l'effettivo fabbisogno finanziario dell'azienda ma serviranno a rodare il meccanismo, a far fare esperienza al management, a far conoscere l'azienda agli investitori. Una volta effettuati i test, monitorato il post-emissione, gestito il rimborso e fatte le opportune valutazioni, si procederà allora all'emissione di titoli tarata sull'effettivo fabbisogno di cassa, in una logica di serialità e con un'ottica di pianificazione puntuale del fabbisogno finanziario. Naturalmente, trattandosi nel test di titoli a breve termine, le scadenze delle prime emissioni-campione saranno concentrate nell'arco dei 9-10 mesi, in funzione anche delle esigenze complessive del progetto, in modo tale da poter contare sulla sincronicità delle emissioni che andranno a comporre il portafoglio e sulla possibilità di dimostrare al mercato in breve tempo la capacità di rimborso delle prime emissioni, con ciò chiudendo il cerchio del programma formativo per l'azienda.

5. **La predisposizione dei documenti.** Come nelle tradizionali emissioni di mini-bond, è necessario predisporre una serie di documenti che vanno dall'info-memo, all'executive summary, al regolamento del prestito, alla bozza di contratto di sottoscrizione per il collocamento del prestito, ai diversi certificati (di solvenza, di vigenza, fallimentare, ecc) da consegnare agli investitori. In questo caso, generalmente, si fa riferimento a uno studio legale o, qualora si disponga dell'assistenza di un avvocato d'affari, si può provvedere internamente. Nel caso di Finance 4 Food, si potranno valorizzare le opportune economie di scala offerte dalla **standardizzazione dei format** di questi documenti. Le emissioni delle diverse imprese saranno caratterizzate, quindi, da un modello documentale condiviso che consentirà, come ulteriore appeal per gli investitori, una rapida ed efficace analisi e comparazione dei diversi titoli proposti per il collocamento. Ciò si tradurrà anche in un abbattimento dei costi per le aziende emittenti e in un sensibile efficientamento delle procedure. Lo stesso vale per il documento di ammissione dato che i test saranno tutti quotati, nel primario interesse dell'azienda e della sua visibilità anche mediatica che la quotazione produce.

6. **Il road-show.** Il collocamento dei titoli presuppone uno o più momenti di comunicazione “istituzionale” delle imprese verso i potenziali investitori. In questo frangente, assume naturalmente un ruolo importante la filiera multidisciplinare che può efficacemente supportare il coordinatore nella presentazione dell’iniziativa al mercato.

Nel caso di Finance 4 Food, il road show di presentazione assume una valenza politicamente ancora maggiore poiché a essere presentati non sono solo i titoli emessi dalle singole aziende ma anche e soprattutto il progetto e la sua filiera. Si va, cioè, a **proporre un modello** di sussidiarietà orizzontale, di collaborazione inter-istituzionale, di integrazione efficiente delle informazioni. Il road show, quindi, non si svilupperà solo presso la business community finanziaria ma avrà una visibilità mediatica molto più ampia e prevedrà **tappe istituzionali** “alternative” presso gli enti pubblici, le associazioni di categoria, federazioni di confidi, ordini e altri network di professionisti.

3.3 Placement

Il collocamento rappresenta tradizionalmente la fase finale di un percorso di emissione. Nel caso di Finance 4 Food, questa fase si articolerà in più passaggi. Il momento del collocamento finale rappresenterà la prova del nove per la validità del modello proposto che - ricordiamolo! - non è solo un modello tecnico di accompagnamento all’emissione di un gruppo di aziende. Esso è anche e soprattutto:

- un **modello istituzionale** di collaborazione
- tra soggetti diversi raccolti in una **filiera multi-disciplinare** che concorrono a creare
- un **percorso ragionato** per le aziende che si avviano per la prima volta
- a **testare il mercato obbligazionario**.

Il collocamento va visto, quindi, come un percorso in più step.

1. **Il collocamento delle emissioni-test presso un club deal di investitori.** E’ il momento del test vero e proprio, poiché si va a verificare la risposta del mercato alla proposta rappresentata dal progetto Finance 4 Food. Il club deal è rappresentato da un **gruppo eterogeneo** - e per questo significativo - di investitori, che raduna finanziarie regionali, banche, confidi, SIM, fondi e investitori privati. Il taglio minimo di investimento è di norma di 50.000 euro: una scelta finalizzata a facilitare la diffusione della “**cultura dei mini-bond**” non solo dal lato della domanda di capitali - ovvero le imprese - ma anche dal lato dell’offerta - ovvero gli investitori -, in modo da portare sul mercato

obbligazionario delle PMI anche quei soggetti che sono alla ricerca di nuove opportunità di valorizzazione del patrimonio.

Il collocamento presso il club deal – e la stessa crescita del club – sono frutto sia del lavoro di process coordinator incarnato da F&P Merchant sia dell’attività di arranger offerto dalle banche che hanno aderito alla filiera multidisciplinare. E’ importante sottolineare anche il ruolo svolto da alcuni confidi che hanno deciso di intervenire nel progetto in veste non di garanti ma di veri e propri investitori, acquisendo una quota dei titoli in collocamento.

In questo passaggio avviene naturalmente anche la definizione dei **covenants** (ovvero delle clausole di salvaguardia generalmente richieste dagli investitori) e la negoziazione del **tasso di interesse** applicabile alle singole emissioni. Infatti, non si ragiona ancora in un’ottica di portafoglio unitario da cartolarizzare ma si procede alla valutazione delle singole aziende emittenti secondo il loro posizionamento di mercato. In linea generale, comunque, per quanto sia ovviamente funzione di rischiosità, ammontare, durata, il tasso applicato sui mini-bond short-term è generalmente inferiore a quello richiesto per i titoli di medio-lungo termine – e questo rappresenta certamente un vantaggio per le aziende - ma è comunque leggermente superiore, almeno durante il periodo del test, rispetto al costo del denaro bancario.

Va, peraltro, sottolineata la relativa opacità del “vero costo” degli affidamenti bancari, poiché andrebbe analizzato il **TAEG** collegato con gli affidamenti e non semplicemente il tasso comunicato spesso verbalmente dal direttore della banca all’azienda. Questa opacità non deriva di per sé dalla mancanza di informativa (che invece è obbligatoria) ma dal fatto che spesso le aziende, soprattutto le PMI, non hanno né strumenti di controllo di gestione tali da determinare i costi industriali effettivi, né spesso il tempo di costruire il TAEG andando a sommare tutte le voci, dirette e indirette, che lo compongono, limitandosi al tasso nominale. Non è difficile incontrare imprenditori che ritengono di pagare il denaro vicino allo zero e si sorprendono invece quando viene loro dimostrato il contrario. Altra insidia psicologica (grave) è quella che per una sorta di nemesi storica l’imprenditore dichiara ad ogni buona occasione che la propria banca lo insegue per proporgli di prendere denaro a tassi vicini allo zero, anche se questo non è rappresentativo dell’attuale condizione del mercato. Simili atteggiamenti possono esporre le imprese al rischio di ritrovarsi non solo vulnerabili alle alterne dinamiche del sistema del credito ma anche prive di valide soluzioni alternative.

Sotto il profilo dei covenants, si lavora con lo stesso approccio utilizzato per la predisposizione dei documenti di preparazione all'emissione: l'obiettivo è quello di negoziare un **modello standard** di covenants in modo da uniformare le condizioni di accesso al mercato da parte delle aziende e facilitare la gestione e il monitoraggio delle diverse emissioni. L'aspetto chiave al quale tendere è dimostrare che i covenants vanno costruiti contemperando gli interessi dell'emittente con quelli dell'investitore e non semplicemente "imposti" dai pochi investitori attuali, in cambio del consenso a sottoscrivere.

2. **La garanzia.** La normativa prevede la possibilità di garantire i mini-bond con intervento del Fondo Centrale sia su singole emissioni sia su portafogli di titoli. Questa possibilità, per il momento, è riservata solo ai titoli con scadenza superiore ai 36 mesi: questa specie di "franchigia" temporale applicata dal Fondo centrale apre interessanti opportunità per i confidi. Essi, infatti, possono cogliere nel mercato dei mini-bond short term la possibilità di diversificare l'attivo (e il rischio) e di sviluppare una nuova linea di intervento a fianco di quella tradizionale a copertura del credito bancario. E' un'opportunità che già è stata **testata** in occasione dell'emissione di una serie di **cambiali finanziarie** (di cui proprio l'attuale team della F&P è stato artefice in passato) e che ora è stata riproposta con successo anche per i mini-bond short term.

Con Finance 4 Food, in particolare, si ha l'occasione di sperimentare su vasta scala la realizzabilità di un'operazione di **co-garanzia** che veda impegnati in pool un gruppo di confidi, anche di diversa estrazione funzionale e associativa. La co-garanzia in pool apre uno scenario molto interessante sotto due punti di vista: da un lato, permette ai confidi di **diversificare e parcellizzare** il rischio, assumendo solo una quota-parte della garanzia complessiva concessa ai singoli soggetti e, dall'altro, consente di **coprire una quota rilevante** del rischio in capo agli investitori, in linea teorica fino al 100% dell'emissione. Si tratta di un'opportunità e di un ruolo per i confidi che diventerà ancora maggiore al momento della cartolarizzazione.

3. **La quotazione presso ExtraMOT Pro.** Il segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana è stato creato per offrire un mercato secondario di contrattazione dei titoli emessi dalle PMI. Per quanto il mercato sia ancora poco liquido, anche a causa della ancora limitata crescita del fenomeno complessivo, è senza dubbio positivo che Borsa Italiana abbia voluto predisporre una piattaforma snella, con procedure di accesso semplificate e relativamente poco costose che potrà essere adeguatamente valorizzata in un futuro – si spera non troppo lontano – in cui si possa contare su un numero nettamente maggiore di titoli quotati.

Il passaggio sul mercato di Borsa appare scontato: il progetto Finance 4 Food ha come obiettivo anche quello di creare cultura finanziaria presso le imprese e creare cultura finanziaria significa trasmettere la cultura della trasparenza e dell'apertura verso il mercato. Allo stesso modo, in previsione della successiva costruzione del portafoglio cartolarizzato, è inevitabile iniziare fin da questa fase a testare e a farsi conoscere dal mercato. In questo senso, la quotazione su ExtraMOT Pro rappresenta senza dubbio un importante strumento di visibilità e di accreditamento.

Questa scelta è peraltro facilitata dall'abilitazione concessa a F&P Merchant per operare come **centro servizi** accreditato da **MonteTitoli** ai fini della **dematerializzazione** dei titoli emessi: ciò permetterà di velocizzare questo passaggio e facilitare ancor più lo scambio e il collocamento tra investitori. Idem per il rilascio del codice ISIN del titolo che vede ancora F&P come Service accreditato presso la struttura FEAT di banca d'Italia.

4. **Il rimborso.** L'impegno e l'attenzione delle imprese - e della filiera - non si concludono con l'emissione e la sottoscrizione dei titoli presso gli investitori e la quotazione sul mercato di Borsa. A questo punto comincia, invece, la fase del **monitoraggio** e della **gestione** dell'emissione. Per le imprese è un passaggio cruciale, poiché devono fin da questo momento pianificare i flussi finanziari per garantire la capacità di rimborso del prestito alla scadenza convenuta.

Questo periodo è importante per **allenare l'impresa** a comunicare e a interagire con il mercato, garantendo trasparenza, fornendo informazioni periodiche, confrontandosi con la filiera sui diversi aspetti che possono emergere durante la fase post-emissione. Arrivare regolarmente alla scadenza, rispettando i termini pattuiti e imparando a gestire con efficienza la nuova struttura finanziaria rappresenta l'obiettivo centrale per l'impresa. Se questo passaggio viene gestito positivamente si creano basi solide per un programma di emissioni seriali tarate sull'effettivo fabbisogno finanziario dell'azienda, che rientreranno nel portafoglio complessivo e che saranno collocate anche presso gli investitori istituzionali.

3.4 Securitisation

La costruzione della filiera multidisciplinare e del percorso di accompagnamento delle imprese rappresenta la novità del progetto sotto il profilo operativo. La cartolarizzazione dei titoli rappresenta, invece, la novità sotto il profilo finanziario. Non si tratta, ovviamente, di una novità dal punto di vista progettuale, poiché l'ipotesi di costruire un portafoglio di mini-bond da cartolarizzare non è nuova nel panorama – quantomeno teorico – italiano. Lo è, però, sotto il profilo realizzativo, poiché finora non si hanno altri esempi di cartolarizzazione di un portafoglio di titoli obbligazionari emessi da PMI.

L'unica analogia può essere colta nell'operazione Hydrobond condotta su un gruppo di emittenti del Triveneto: in quel caso, però, si ha a che fare con mini-bond di lungo periodo emessi, in forma standardizzata, da un gruppo di municipalizzate operanti tutte nel settore delle utilities e, in particolare, dei servizi idrici. Un'esperienza senz'altro interessante ma che presenta notevoli differenze rispetto al progetto Finance 4 Food: innanzitutto qui parliamo di mini-bond short term, emessi, in secondo luogo, da imprese private, operanti, in terzo luogo, in aree e in comparti diversificati su base nazionale, sia pure riconducibili al food.

Operativamente, possiamo individuare anche per la cartolarizzazione alcune sotto-fasi.

1. **La strutturazione delle emissioni.** Una volta esaurita la fase delle emissioni-test, verificata la "tenuta" dei meccanismi, valutata la solidità delle imprese e confermato l'interesse da parte del mercato, si procederà alla strutturazione delle "vere" emissioni che andranno a costituire il portafoglio. Perché vere? Perché in questo caso non si tratterà più solo di test né di un "tirocinio" su misura per gli imprenditori e i loro staff. Con queste emissioni, le imprese andranno a ricercare sul mercato in via ricorrente e sistematica le risorse necessarie a coprire il proprio effettivo fabbisogno di breve periodo.

Andranno cioè a finanziare il proprio capitale circolante con emissioni ragionate, tarate sulle scadenze previste e finalizzate a garantire l'equilibrio dei flussi finanziari. Ciò significherà che, di ciascuna azienda del progetto, F&P Merchant andrà a valutare fabbisogni, scadenze, incassi previsti, rischio di mercato e sostenibilità del prestito e sulla base di queste variabili le aiuterà a strutturare l'emissione di titoli. Queste emissioni saranno raccolte in un portafoglio che andrà a costituire la base per la successiva cartolarizzazione.

2. **Il rating.** Obiettivo della cartolarizzazione sarà quello di collocare i titoli presso investitori istituzionali, anche esteri, che valuteranno l'appetibilità (e il rischio) del portafoglio nella sua **globalità**, a prescindere dalle singole emissioni sottostanti. Ovviamente sarà necessario fornire agli investitori una valutazione del grado di rischio di portafoglio che sia terza e neutrale rispetto a chi ha strutturato l'operazione: si renderà quindi necessario fare ricorso ai servizi di una agenzia indipendente che certifichi il rischio insito nel portafoglio, fornendo le informazioni necessarie agli investitori per poter fare le proprie scelte di investimento.

In prospettiva, le emissioni contenute in portafoglio diventeranno seriali così come le relative operazioni di cartolarizzazione: si coglie, a questo punto, l'importanza di riuscire a creare un **circolo virtuoso** emissione-rating-investimento-rimborso, che permetta di "fidelizzare" un pool di investitori istituzionali in modo da trasformarli, nel tempo, nel riferimento di mercato del progetto. Investitori che, peraltro, non si dovranno limitare solo a intervenire nel collocamento dei titoli short-term ma che potranno offrire un supporto strategico per le imprese emittenti che vogliono espandersi all'estero e pianificare programmi di **crescita internazionale** con operazioni di medio-lungo periodo.

3. **La garanzia.** Le operazioni di cartolarizzazione offrono generalmente la possibilità di strutturare **tranchéd cover** che vadano a coprire il rischio di portafoglio con diversi profili di coinvolgimento per i soggetti coinvolti. Nelle operazioni classiche si delineano almeno tre fasce di rischio: il rischio junior, che sopporta le prime perdite, il mezzanino e, infine, il rischio senior.

Un'operazione strutturata di cartolarizzazione potrebbe vedere l'intervento, a copertura del rischio, di più soggetti della filiera: senza dubbio i **confidi** che, anche in questo caso, possono agire in pool condividendo il rischio, ad esempio, della tranche junior; le finanziarie regionali o le camere di commercio, magari attraverso l'utilizzo di appositi **fondi di garanzia**; banche e altri intermediari finanziari interessati a coprire una parte del rischio anche senior. Non va, d'altra parte, dimenticata la possibilità di prevedere, a determinate condizioni, l'intervento anche di **istituzioni finanziarie europee**, quali il gruppo della BEI, attraverso appositi fondi di garanzia gestiti dal FEL. Naturalmente, quanto maggiore è il pool di garanti che intervengono nella ripartizione del rischio tanto migliore sarà l'appeal che il portafoglio cartolarizzato potrà avere per gli investitori consentendo anche - cosa non meno importante - di aumentare la size, cioè l'entità complessiva delle emissioni in unica soluzione.

4. **Il collocamento.** La costruzione di un portafoglio “bilanciato” di emissioni si rivela generalmente appetibile per un investitore istituzionale (meglio se internazionale) per due serie di ragioni: da un lato, la **massa critica** necessaria per rendere conveniente l’operazione e, dall’altro, la **granularità** e quindi la **diversificazione** del rischio.

In tale ottica, la cartolarizzazione permette di estendere la platea degli investitori di riferimento dal club deal iniziale alla **business community**, anche internazionale, fatta di fondi di investimento, fondi pensione, assicurazioni che possono assicurare ingenti risorse a supporto delle imprese. La conclusione del percorso immaginato con Finance 4 Food dovrebbe contribuire, a regime, a consolidare rapporti forti tra la comunità finanziaria internazionale e il tessuto produttivo italiano e a rendere meno soffocante la dipendenza delle nostre imprese dal credito bancario. In questo senso, la possibilità di poter accedere alle risorse di investitori internazionali anche pubblici – e pensiamo, ad esempio, alla BEI mediante le attività del FEI – avrebbe sicuramente un effetto domino notevole sul mercato e, sotto questo profilo, si potrebbe anche immaginare di approdare su mercati di borsa esteri che garantiscano una adeguata visibilità al progetto.

4. I tempi

Abbiamo detto in precedenza che Finance 4 Food è un percorso non solo finanziario ma anche culturale. Ciò comporta (almeno in sede di impianto) tempi tecnicamente più lunghi di quelli che sono mediamente necessari per condurre un'azienda all'emissione di titoli.

In linea generale il percorso di accompagnamento dell'impresa dura complessivamente circa **un anno**.

Entro 60 giorni dal firma del mandato con cui l'azienda affida a F&P Merchant il compito di avviare le procedure si potrà giungere alla prima emissione-test, dunque abbastanza in fretta. In questo lasso di tempo, quindi, sarà effettuata la due diligence, saranno predisposti i necessari documenti e si prenderà contatto con il club deal di investitori per il collocamento dei titoli. Ma in sessanta giorni l'azienda potrà dire di aver capito tutto il processo? Probabilmente no. Vanno realizzate altre componenti di processo altrettanto importanti, culturalmente, come la prima emissione, alla quale l'azienda spesso arriva senza ancora avere ben compreso come.

All'incirca **3-5 mesi dopo** la prima emissione-test si effettuerà una seconda emissione-test, di analogo ammontare affinché le aziende imparino non solo a gestire il post emissione ma anche a pianificare un programma revolving di emissioni di breve termine.

Dopo ulteriori **4-5 mesi**, andrà in scadenza e sarà rimborsata la prima emissione e si procederà immediatamente dopo il rimborso con una terza emissione. Questa emissione, se le due precedenti non hanno registrato problemi e "maturano" regolarmente, potrà essere la prima emissione "a regime", tarata sull'effettivo fabbisogno finanziario dell'impresa e candidata a entrare nel portafoglio da cartolarizzare.

A questi tempi, naturalmente, vanno aggiunti quelli preliminari necessari per implementare il progetto, ovvero per reclutare i partners della filiera multidisciplinare, raccogliere le segnalazioni delle imprese-target, effettuare la selezione e organizzare gli incontri conoscitivi, ma molto di questo è stato fatto nel 2015. Trattandosi di un progetto-pilota, Finance 4 Food ha richiesto circa **6 mesi** per completare questa fase propedeutica al percorso operativo. E' ovvio che declinando il progetto in altre realtà, i tempi di implementazione saranno notevolmente abbattuti grazie all'esperienza acquisita e al network già costituito da F&P Merchant.

5. I costi

Nella realizzazione di questo progetto vanno considerate tre diverse voci di costo:

- il costo di implementazione e di coordinamento del progetto (primo impianto)
- il costo di strutturazione delle emissioni (ricorrente e basso a regime)
- il tasso da riconoscere agli investitori (sulla base dell'andamento della struttura dei tassi, della durata dell'emissione e del rischio specifico e sistematico dell'azienda).

La prima voce **non ha un impatto severo sulle imprese**. I costi di progettazione, implementazione e coordinamento sono stati in prevalenza sostenuti dal coordinatore del progetto, **F&P Merchant**, mentre i partners della filiera, in primis **Consorzio camerale per il credito e la finanza**, camere di commercio, associazioni locali e professionali, confidi, reti di professionisti hanno messo a disposizione del progetto il supporto logistico e organizzativo in forma gratuita per la realizzazione degli incontri pubblici e per l'individuazione di parte delle imprese target.

Alle aziende è richiesta semplicemente una partecipazione ai costi di primo impianto, valida per l'intero progetto annuale, del tutto ragionevoli rispetto ad altre attività di outsourcing di cui le aziende normalmente si servono. A interessare direttamente le imprese sono, invece, le due voci successive, ovvero i costi di strutturazione delle emissioni (da considerarsi soprattutto a regime) e il tasso di interesse da versare sui titoli (nel tempo).

I costi di emissione variano a seconda della tipologia e della dimensione delle imprese e sono calcolati, in buona parte, come fees sull'effettivo ammontare dei titoli collocati. Essi includono le attività di advising, legali, di building dell'emissione, di collocamento, di quotazione e di dematerializzazione.

Va sottolineato che la normativa permette di **dedurre le spese di emissione** interamente nell'esercizio in cui sono state sostenute. Questi oneri vanno valutati dall'azienda emittente come una frazione decimale (quella dopo la virgola...) rispetto al tasso riconosciuto all'investitore, divenendo quindi trasparenti in quanto riassorbibile nel full cost che l'azienda sostiene.

I tassi di interesse riconosciuti agli investitori dipendono invece da una serie di fattori, in primis la rischiosità degli emittenti. In media, i tassi di mercato sono andati progressivamente a scendere nel corso dell'ultimo triennio. In linea di massima, si collocano intorno al **4-5%** su base annua. Anche in questo caso, la normativa prevede la **deducibilità degli interessi passivi**.

Non è difficile immaginare, rebus sic stantibus (e cioè fino a quando non cambierà l'attuale struttura dei tassi), che su operazioni inferiori a 12 mesi le emissioni "a regime" e cioè quelle realizzate dopo qualche test-campione, possano attestarsi in una forchetta di tasso compresa fra il 2,5% e il 3,5% a seconda dei casi.

Dunque non c'è un problema di costo, bensì un problema di fonti e di corretta rappresentazione del costo medio ponderato delle fonti stesse.

Gli autori

Leonardo Frigiolini

56 anni, sposato con Laura, una figlia, è laureato in Economia e ha un master in Finanza e Assicurazioni. Ha iniziato la sua carriera come Ufficiale dei Carabinieri, passando poi al Credito Italiano e in seguito si è occupato di Reti di Promotori, creando alcune strutture ancora oggi punto di riferimento per il settore. Nel 2000 la svolta: è co-fondatore della Rete dei Promotori Finanziari di Fineco come Direttore Commerciale Nord Ovest e Sardegna. Nel 2007 grazie all'esperienza acquisita fonda la Holding C&A SpA di cui detiene il 10% del capitale, e nel 2009 dà vita a Unicasim acquisendola mediante C&A.

Nel 2015 fonda la "Frigiolini & Partners Merchant" e ne diventa AD. L'azienda che porta il suo nome ha come obiettivo principale l'assistenza specialistica alle imprese e la creazione di una banca Fintech che assuma il ruolo di advisor del Cliente e dell'Impresa. E' co-autore di articoli e pubblicazioni, relatore e docente in corsi e seminari sul tema della finanza alternativa al credito bancario, (Minibond e equity crowdfunding), relatore presso Master e Corsi in molte Università Italiane. Fa parte della short list dei docenti di Assiom Forex. E' membro del direttivo della Sezione Finanza di Confindustria Genova, con delega alla Piccola Impresa.

Gianmarco Paglietti

Laurea in Scienze politiche, Diploma in Alti Studi Europei presso il Collegio Europeo di Parma. Per dieci anni collaboratore e poi partner presso Cesdi srl, una società di ricerca economica e di consulenza strategica di Torino. Al Consorzio camerale dal 2008 al 2016, dove ha contribuito alla nascita di un Ufficio Studi che si è occupato prevalentemente di ricerche e progetti sul mercato dei capitali di debito e di rischio e di iniziative sperimentali per la diffusione dei nuovi strumenti di finanziamento per le PMI. Dal 29 Aprile 2016 è nel board della Frigiolini & Partners Merchant con delega specifica al Progetto Finance 4 Food. E' coautore di pubblicazioni sul sistema dei confidi, sui mini-bond e sul crowdfunding. Docente e relatore in corsi e seminari su temi relativi agli strumenti innovativi di finanziamento per le PMI.

Roberto Calugi

Laurea in Economia, Master in gestione aziendale al Politecnico di Milano, si occupa da circa un ventennio di sviluppo di impresa con particolare riferimento ai processi di internazionalizzazione e accesso al credito. Direttore del Consorzio camerale per il credito e la finanza, è co-autore di diverse ricerche e pubblicazioni e interviene regolarmente come speaker in conferenze inerenti a temi economici e finanziari. Insegna "Politiche pubbliche per l'innovazione e l'internazionalizzazione" all'Università Cattolica di Milano ed in vari master promossi dal sistema Universitario.