



POLITECNICO
MILANO 1863

SCHOOL OF MANAGEMENT

Osservatorio Mini-Bond

II Report italiano sui Mini-Bond

Febbraio 2016

Indice

	pagina
Introduzione	5
<i>Executive summary</i>	7
1. Mini-bond: definizioni e contesto	11
□ Definizioni metodologiche	11
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI nel 2015	12
□ L'evoluzione della normativa nel 2015	16
□ Il mercato borsistico ExtraMOT PRO	17
□ I mini-bond in Europa nel 2015	22
2. Le imprese emittenti	25
□ Il campione del 2015: statistiche descrittive	25
□ I costi del collocamento	30
□ Le motivazioni del collocamento	31
□ L'analisi dei bilanci pre-emissione	32
□ L'analisi dei bilanci post-emissione	35
3. Le emissioni	37
□ Le emissioni fino al 2015: statistiche descrittive	37
□ Scadenza e remunerazione offerta	41
□ Il <i>rating</i>	46
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	47
4. Gli attori della filiera	51
□ I consulenti finanziari: l' <i>advisor</i>	51
□ I consulenti legali	52
□ L' <i>arranger</i>	52
□ Le società di <i>rating</i>	53
□ Gli investitori	54
□ Le società di <i>rating</i>	54
□ Le banche agenti e le banche depositarie	55
□ Portali dedicati ai mini-bond	56
5. I fondi di <i>private debt</i>	59
□ Censimento dei fondi di mini-bond attivi a fine 2015	59
6. Le prospettive future	65
Appendice: elenco delle 179 emissioni di mini-bond	69
La School of Management	73
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	75

FIGURE		
Figura 1.1	Valore della produzione industriale nel manifatturiero in Italia (base 100 = dicembre 2009)	12
Figura 1.2	Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2012 e il 2014, per dimensione di azienda	13
Figura 1.3	Variazione della produttività delle imprese italiane, per dimensione di azienda	13
Figura 1.4	L'indebitamento delle imprese italiane non finanziarie, dal 2006 al 2014: leva finanziaria e rapporto fra debiti finanziari e valore aggiunto	14
Figura 1.5	Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello <i>stock</i> disponibile su base trimestrale (blu) e su base annuale (rosso)	14
Figura 1.6	Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non bancarie dal 2011 al 2015	15
Figura 1.7	I problemi più importanti affrontati dalle PMI europee: sondaggio svolto nel primo semestre 2015	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 dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2015	20
Figura 1.10	Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile delle ammissioni (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2015	21
Figura 1.11	Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile degli scambi (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2015	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 2014 e le emittenti 2015	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 2014 e le emittenti 2015	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	28
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	29
Figura 2.11	Localizzazione geografica delle imprese emittenti: confronto fra le emittenti 2014 e le emittenti 2015	30
Figura 2.12	Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond	32
Figura 2.13	Valori medi degli indici ROA (<i>return on assets</i>), ROE (<i>return on equity</i>) e EBITDA/Sales, negli anni prima dell'emissione di un mini-bond	32
Figura 2.14	Valori medi del test acido (indice di liquidità), negli anni prima dell'emissione di un mini-bond	33

	pagina	
Figura 2.15	Valori medi della leva finanziaria, negli anni prima dell'emissione di un mini-bond	33
Figura 2.16	Segmentazione delle imprese emittenti in funzione della situazione finanziaria di bilancio	34
Figura 2.17	Mappa delle imprese che hanno collocato mini-bond fino al primo semestre 2014: confronto fra incrementi di voci dell'attivo e del passivo	36
Figura 3.1	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2015	37
Figura 3.2	Flusso temporale del controvalore di emissione di mini-bond fino al 31 dicembre 2015	39
Figura 3.3	Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni EUR)	39
Figura 3.4	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa)	40
Figura 3.5	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond: società già quotate rispetto alle non quotate	40
Figura 3.6	Distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni	41
Figura 3.7	Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico	41
Figura 3.8	Distribuzione complessiva della scadenza del titolo	42
Figura 3.9	Distribuzione della scadenza dei mini-bond: confronto fra 2014 e 2015	42
Figura 3.10	Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese	43
Figura 3.11	Distribuzione della cedola dei mini-bond	44
Figura 3.12	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese	44
Figura 3.13	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto € 50 milioni	45
Figura 3.14	Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze	45
Figura 3.15	La cedola dei mini-bond: confronto fra 2014 e 2015	46
Figura 3.16	Presenza del <i>rating</i> sui mini-bond	46
Figura 3.17	Presenza di opzioni <i>call e/o put</i>	48
Figura 3.18	Presenza di garanzie relative al rimborso	49
Figura 3.19	Presenza di <i>covenant</i> finanziari da rispettare	50
Figura 4.1	Gli <i>arranger</i> delle 152 emissioni di mini-bond sotto € 50 milioni (fra parentesi le emissioni sopra € 50 milioni gestite in aggiunta)	52
Figura 4.2	La 'mappa' degli investitori nei mini-bond: indagine su 152 emissioni sotto € 50 milioni (copertura del campione pari al 72%)	54
Figura 6.1	I principali <i>project bond</i> originati sul mercato italiano fino a dicembre 2015	67

TABELLE

Tabella 1.1	Riassunto delle principali innovazioni legislative introdotte sui mini-bond dal 2012 ad oggi	17
Tabella 3.1	Le emissioni di cambiali finanziarie classificabili come 'mini-bond'	38
Tabella 3.2	Statistiche sul controvalore nominale medio dell'emissione	40
Tabella 3.3	Statistiche sulle modalità di rimborso del capitale	43
Tabella 3.4	Statistiche sull'attribuzione del <i>rating</i>	47
Tabella 3.5	Statistiche sull'esistenza di opzioni <i>call</i> e <i>put</i>	48
Tabella 3.6	Statistiche sulla presenza di garanzie relative al rimborso	49
Tabella 3.7	Statistiche sulla presenza di <i>covenant</i> finanziari	50
Tabella 5.1	I fondi di mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 avevano già effettuato investimenti	60
Tabella 5.2	I fondi di mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 erano in fase di <i>closing</i>	62
Tabella 5.3	I fondi di mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 erano in fase di <i>fundraising</i>	62
BOX		
Box 1.1	ExtraMOT PROLink	19
Box 2.1	Il primo <i>default</i> di un mini-bond in Italia	35
Box 3.1	Le cambiali finanziarie	38
Box 4.1	Il sistema di pagamenti europeo TARGET2-Securities	55
Box 4.2	Il Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza	56
Box 4.3	Finance 4 Food	57
Box 5.1	Il Fondo Italiano d'Investimento e i mini-bond	61
Box 5.2	AIFI e i mini-bond	62
Box 5.3	I fondi di credito (<i>direct lending</i>)	63
Box 6.1	I primi <i>project bond</i> in Italia	66

Introduzione

Dopo la fortunata pubblicazione del 1° Report italiano sui Mini-Bond, avvenuta esattamente un anno fa, abbiamo il piacere di introdurre la seconda edizione del rapporto dedicato all'industria dei titoli obbligazionari e delle cambiali finanziarie emesse soprattutto da piccole e medie imprese.

L'Osservatorio sui Mini-Bond è stato costituito nel 2014 presso la School of Management del Politecnico di Milano, attraverso il supporto di *partner* privati e istituzionali, con l'obiettivo di analizzare e interpretare in modo esaustivo le dinamiche competitive della filiera dei mini-bond in Italia e in particolare:

- le caratteristiche delle emissioni fatte sul mercato;
- le potenzialità del mercato e gli attori di riferimento (imprese, intermediari finanziari, consulenti, fondi di investimento);
- il quadro istituzionale e normativo di riferimento ed il suo impatto sulla competitività del sistema delle PMI italiane;
- le scelte di investimento e di finanziamento delle imprese emittenti.

Come scuola *politecnica* siamo molto attenti al tema dell'innovazione, della crescita e dell'imprenditorialità. Vi è piena consapevolezza sul fatto che l'accesso al capitale sia un vincolo strategico per chi oggi intende investire; la ricerca accademica non ignora questa evidenza e si pone l'obiettivo di capire meglio il legame fra finanza e sviluppo.

Questo secondo Report aggiorna dati e statistiche presentati nel 2015, evidenziando l'evoluzione del mercato rispetto alle caratteristiche dei titoli, delle imprese emittenti, degli investitori (con particolare riguardo ai fondi di *private debt*) e degli intermediari. Il campione di ricerca è ora costituito da 179 emissioni (di cui 152 di importo uguale o inferiore a € 50 milioni) collocate da 145 imprese (di cui 55 PMI non finanziarie), le cui caratteristiche sono analizzate nel dettaglio. Viene anche presentata una prima analisi dell'impatto delle emissioni sui bilanci e sugli investimenti delle imprese interessate.

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. Ovviamente, come si usa dire, *'all errors are our own'*.

febbraio 2016



Executive summary

Mini-bond: definizioni e contesto

In questa ricerca definiamo i 'mini-bond' come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie con scadenza fino a 36 mesi) 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 2015 uno sviluppo costante, iniziato nel 2012 in risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e dal *credit crunch*. L'effetto combinato della riduzione dei margini aziendali e della minore offerta di credito da parte del sistema bancario italiano ha infatti spinto le imprese a cercare fonti di finanziamento alternative.

Se per le grandi imprese l'accesso al mercato mobiliare è una via piuttosto agevole, per le PMI sono numerose le difficoltà sia dal punto di vista culturale, sia dal punto normativo. Storicamente, infatti, la dipendenza delle piccole imprese dai finanziamenti bancari è in Italia più forte che altrove.

In sostanza si è offerta alle PMI (con l'esclusione delle sole microimprese) l'opportunità concreta di aprire un nuovo canale di finanziamento diretto sul mercato.

Completata la definizione del quadro normativo, come dai noi previsto un anno fa il 2015 ha rappresentato la fine di un transitorio caratterizzato da operazioni costruite 'ad hoc' sulle esigenze di poche imprese, e l'inizio di una vera e propria 'ingegnerizzazione' del mercato con l'arrivo dei fondi di *private debt* e con l'avvicinarsi al mercato delle assicurazioni.

Il 2015 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: un mercato che in tre anni è riuscito ad arrivare alla soglia di 126 titoli quotati a fine 2015 per un controvalore nominale complessivo di oltre € 5 miliardi, pur con scambi ridotti data la logica '*buy-and-hold*' di molti investitori come i fondi chiusi.

Uno sguardo all'Europa ci consente di identificare l'esperienza italiana come uno dei punti di riferimento, soprattutto alla luce delle difficoltà dei mercati per i mini-bond in Germania (travolti dai numerosi *default* e dal conseguente danno di immagine presso gli investitori).

Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato 145 imprese che alla data del 31 dicembre 2015 avevano collocato mini-bond in Italia (di cui 48 per la prima volta nel 2015). Fra queste, 55 sono identificabili come PMI non finanziarie. Rispetto al 2014, nel 2015 è aumentata la proporzione delle PMI, passando dal 39,6% al 48,1%.

In gran parte le emittenti sono società per azioni (l'86,2%), ma sono rappresentate pure società a responsabilità limitata e cooperative. Nel campione compaiono anche 17 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 23 società con fatturato inferiore a € 10 milioni. Nel 2015 è cresciuto il numero di emittenti con fatturato compreso fra € 10 milioni e € 25 milioni, mentre sono diminuite quelle con volume fra € 25 milioni e € 100 milioni.

Per quanto riguarda il settore di attività, si registra la netta supremazia del settore manifatturiero, soprattutto grazie alle grandi imprese e alle nuove emittenti del 2015.

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 sebbene il 2015 abbia visto una piccola 'riscossa' del Meridione e un 'crollo' di Lombardia e Veneto, passati da 33 emittenti nel 2014 a 13 nel 2015.

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 64% 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.

Come novità del 2015, viene presentata un'analisi dei bilanci delle PMI non finanziarie che hanno emesso mini-bond, dai quali si evidenziano, in media, trend positivi della redditività e della situazione di liquidità prima dell'emissione, connessi ad una buona riduzione della leva finanziaria.

Viene inoltre proposta un'inedita analisi sui bilanci delle 34 imprese che hanno raccolto capitale con i mini-bond dal 2012 al primo semestre 2014, evidenziando i flussi di investimento e di finanziamento post-emissione. Sono tre i 'modelli' di comportamento più diffusi: 'crescita aggressiva' (ovvero incremento dell'attivo investito ma anche del debito bancario), 'crescita prudente' (incremento dell'attivo investito e riduzione del debito bancario) e 'cura dimagrante' (riduzione delle attività e del debito bancario).

Le emissioni

L'Osservatorio dispone ormai di osservazioni su 179 emissioni di mini-bond effettuate dalle imprese del campione a partire da novembre 2012 (in alcuni casi le imprese hanno condotto più emissioni). Si tratta in gran parte di obbligazioni, ma compaiono anche 19 cambiali finanziarie, spesso nell'ambito di programmi 'rolling'. Il valore

nominale totale dei mini-bond supera € 7 miliardi (€ 634,4 milioni considerando solo le 95 emissioni fatte da PMI, € 1,36 miliardi considerando solo le 152 emissioni sotto € 50 milioni).

Il 2015 ha visto una ulteriore riduzione del valore medio delle emissioni (€ 22 milioni nel secondo semestre rispetto a € 28 milioni nello stesso periodo del 2014 e a € 100 milioni nel 2013).

Nel campione totale, le emissioni sotto € 50 milioni sono la stragrande maggioranza (l'85%). Il 47% è sotto la soglia di € 5 milioni. Molti titoli (136 su 177) sono stati quotati su ExtraMOT PRO ma la frequenza è calata nel 2015. Alcune emissioni (8) sono state quotate su listini esteri (in Germania, Irlanda, Austria e Lussemburgo).

Per quanto riguarda la scadenza, si conferma una netta concentrazione sul valore di 5 anni, soprattutto per le grandi imprese. Il valore medio per tutto il campione è 5,67 anni, quello mediano 5 anni. Alcuni mini-bond (soprattutto le cambiali finanziarie) hanno scadenza molto breve; esistono invece 22 titoli con scadenza superiore a 7 anni. Il 2015 ha visto una riduzione della *maturity*, con una media di 5,00 anni rispetto a 6,81 nel 2014.

Nella maggioranza dei casi (il 58,8%) il rimborso del titolo è previsto alla scadenza (*bullet*), soprattutto per le grandi imprese e per quelle 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.

Per quanto riguarda la cedola, in quasi tutti i casi è stata fissata all'inizio del prestito, mentre in 19 casi è stata legata ad un *benchmark* variabile nel tempo. Il valore medio della cedola fissa per l'intero campione è pari a 5,65%, quello mediano è il 5,7%. I numeri sembrano suggerire che la remunerazione offerta dalle PMI è minore, ma in realtà questo effetto è meno significativo controllando per la *duration* del titolo. Si riscontra invece una riduzione del *coupon* nel 2015 rispetto al 2014 (la media è 5,07% rispetto a 5,83% dell'anno prima)

I mini-bond del campione sono associati a un *rating* nella metà dei casi (di cui il 26% 'pubblico' e distribuito quasi equamente fra *investment grade* e *speculative grade* mentre il 23% è *unsolicited* o *undisclosed*). Il ricorso

a questa forma di comunicazione e segnalazione 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 invece piuttosto rara (riguarda solo il 20,7% delle emissioni); di nuovo, è più frequente per le società di grande dimensione e per i collocamenti più consistenti.

Il rispetto di determinati **covenant** in funzione di **ratio** patrimoniali-reddituali-finanziari è presente nel 48,6% dei casi, ed è relativamente più frequente per le emissioni di importo minore e per quelle di lungo termine.

Si conferma dunque l'ipotesi che **le grandi imprese e le società già quotate si confrontano con investitori più sofisticati**, che esigono il **rating** 'pubblico' e una serie di garanzie in un mercato altamente competitivo. **Le PMI sono meno preparate** per affrontare in termini di competenze e costi la richiesta di un **rating** e la predisposizione di garanzie legali sul prestito. Esse **ricorrono più facilmente a meccanismi formali meno costosi** quali i **covenant**, e preferiscono mantenersi una certa flessibilità rispetto alla restituzione del prestito.

Gli attori della filiera

La ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore sul mercato dei mini-bond.

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 ri-

ferimento 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 mini-bond, **il 2015 ha visto l'assoluto protagonismo dei fondi chiusi**, che raggiungono secondo la nostra stima la quota del 35,8% del capitale totale raccolto sul mercato, seguiti dalle **banche estere** (essenzialmente la BEI, con il 15,3%), dalle **banche italiane** (14,9%), dai **fondi esteri** (11,4%) e dai **fondi aperti e gestioni patrimoniali delle SGR italiane** (9,7%).

I fondi di *private debt*

La ricerca ha censito **12 fondi chiusi di *private debt*** che alla data del 31/12/2015 avevano già investito € 450 milioni nei mini-bond italiani. A questi si aggiungono **7 fondi in fase di prossimo *closing*** e **4 iniziative in fase di avvio del *fundraising***. Alcune di queste iniziative saranno supportate dal **Fondo Italiano di Investimento**.

Nel complesso, la stima delle ulteriori risorse disponibili per i mini-bond, in caso di raggiungimento dei **target** previsti, potrebbe arrivare a € 900 milioni.

Le prospettive future

In conclusione del lavoro vengono proposte **alcune riflessioni**, che serviranno per indirizzare l'attività di ricerca futura dell'Osservatorio, che si concentrerà sempre di più sulle **strategie finanziarie e di investimento delle emittenti**.

Il potenziale di sviluppo dei mini-bond fra le PMI rimane significativo. **Per il 2016 le aspettative sono quelle di una crescita in linea con i dati del 2015 e di un'innovazione incrementale** nella tipologia degli strumenti e nelle prassi.

Del tutto da scoprire sono ancora le potenzialità riferite agli ambiti delle **cartolarizzazioni** dei mini-bond e dei **project-bond**.



1. Mini-bond: definizioni e contesto

Definizioni metodologiche

Vale la pena ricordare, nell'ambito della nostra ricerca, cosa consideriamo come '*mini-bond*'. Il riferimento è a titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) o cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) nati per favorire l'accesso al mercato dei capitali anche (ma non esclusivamente) da parte di società 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 più recente 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 secondo 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;
4. l'emissione è caratterizzata da un valore massimo pari a € 500 milioni (considerato cumulato per emissioni diverse che avvengono nella stessa giornata);
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. Poiché 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 secondo *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 del 2015 certamente si sono attenuati soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea, e che quindi hanno contribuito - come vedremo - a rendere più competitiva l'attività di *lending*. Vale la pena quindi analizzare come nei mesi passati si è evoluto il quadro generale della congiuntura economia e del mercato del credito in Italia.

Il contesto del mercato del capitale per le PMI nel 2015

Il 2015 si è chiuso registrando un'attenzione particolare del mercato, e anche dell'opinione pubblica, sul tema delle obbligazioni, a seguito delle ben note vicende che hanno riguardato alcune banche popolari italiane. In quei casi si trattava però di obbligazioni subordinate collocate presso investitori *retail*, mentre invece i mini-bond sono tipicamente riservati a investitori professionali e qualificati.

La situazione congiunturale

A livello generale, gli ultimi mesi hanno confermato ma non rafforzato i timidi segnali di ripresa registrati in Italia dal 2013, che però sono limitati a particolari comparti e a specifiche caratteristiche delle imprese, a evidenziare una capacità differenziata di rispondere alla crisi.

Le proiezioni relative al consuntivo 2015 evidenziano una lieve crescita dei fatturati rispetto al 2014, con una previsione di +1,4% dovuta in misura preponderante ai progressi della filiera dell'*automotive*¹. Torna a crescere il mercato domestico, mentre perde consistenza la crescita delle esportazioni, a causa delle difficoltà di alcuni Paesi importanti quali Russia e Brasile.

La produzione industriale manifatturiera, come evidenzia la Figura 1.1, non ha mostrato decisi segnali di ripresa nel suo complesso. In realtà un esame più approfondito evidenzia la profonda trasformazione del contesto produttivo nazionale, con un forte arretramento di alcuni comparti (come il tessile e l'industria del legno) e il progresso di altri (come la farmaceutica e la produzione di autoveicoli), sebbene con numeri ben lontani dalla situazione precedente alla crisi del 2008/2009.

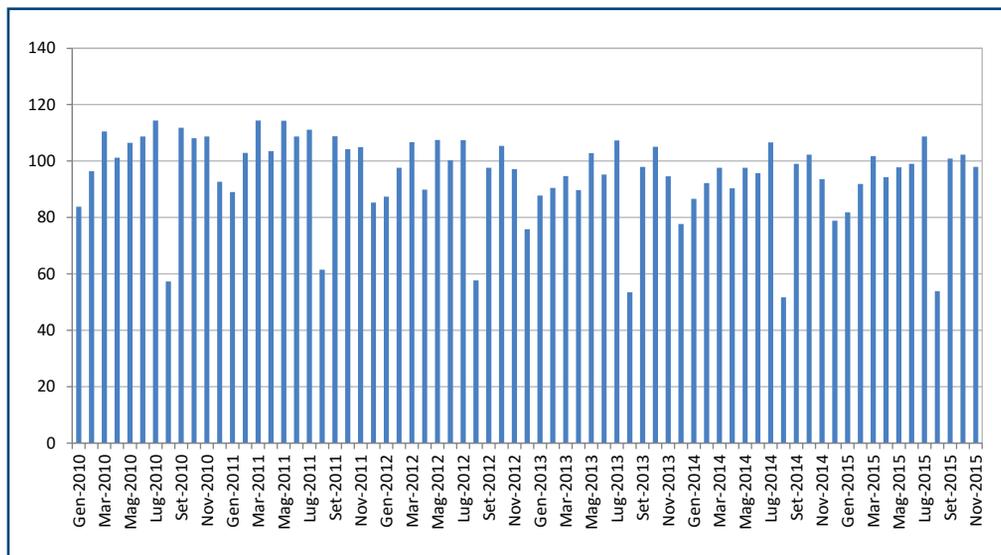
In attesa della pubblicazione dei bilanci aziendali relativi al 2015, i numeri del 2014 non portano buone notizie² per le imprese italiane di maggiori dimensioni, il cui fatturato annuale è calato del 2,2% a causa di una contrazione del mercato interno pari al 4,3% e fortunatamente un aumento delle esportazioni pari al 2,2%. Fra le grandi imprese solo il manifatturiero registra un aumento del volume d'affari (+1,1%) mentre il terziario arretra (-2,3%). Attraverso il 'sacrificio' del livello occupazionale, i margini registrano però un recupero sull'anno precedente (+2,5%) così come tornano a crescere gli investimenti (+9,1%).

Focalizzando l'attenzione sulle PMI, i dati di bilancio del 2014 riportati in Figura 1.2 mostrano un incremento medio del fatturato su base annua pari a +1,5% (rispetto alla già commentata difficoltà delle grandi imprese). Sono soprattutto le medie imprese a 'trainare' i ricavi. Crescono anche il valore aggiunto generato dalle PMI (+3,3% rispetto al 2013) e il margine operativo lordo (+4,6% in media, +7,1% per il solo comparto industriale) a causa anche dei tagli nel costo del personale (-3,8%).

¹ Fonte: Prometeia

² Fonte: Mediobanca (2015), "Dati Cumulati di 2.055 società italiane"

Figura 1.1
Valore della produzione industriale nel manifatturiero in Italia (base 100 = dicembre 2009).
Fonte: Istat



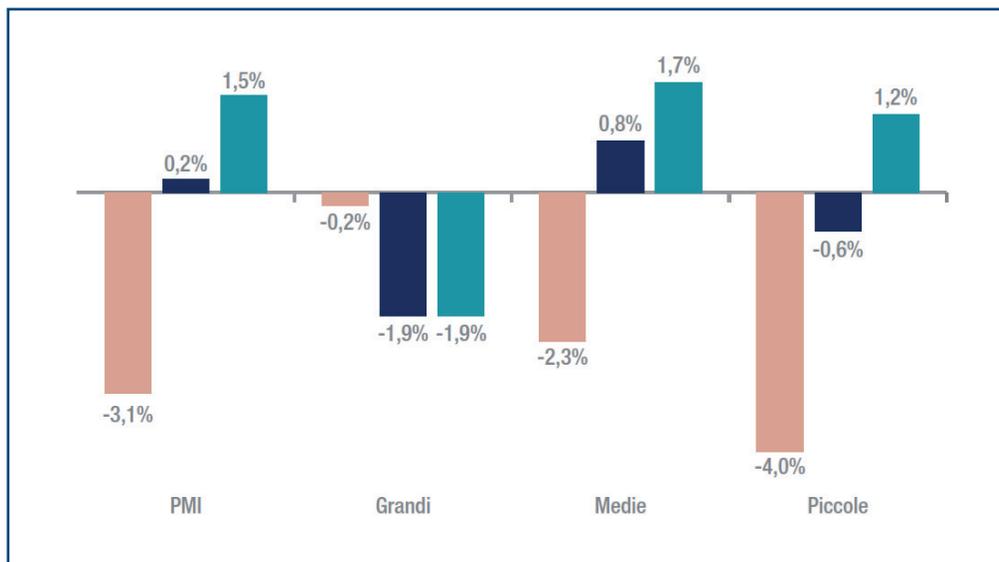


Figura 1.2

Variatione del fatturato delle imprese italiane fra il 2012 e il 2014, per dimensione di azienda.

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2015

Nel 2014 è anche migliorata in media la produttività delle PMI, ovvero il valore aggiunto per addetto, confermando il *trend* di recupero del biennio precedente (si veda la Figura 1.3), ma comunque mantenendo un *gap* rilevante rispetto alle grandi imprese.

Come per i fatturati e per i margini, nel 2014 si intravede una lieve inversione di tendenza anche per gli investimenti fissi³, con le PMI che sembrano essere tornate ad investire più velocemente delle grandi imprese (+1,2% rispetto a +0,6%). Altro dato incoraggiante è la fine dell'emorragia di PMI attive sul mercato e la riduzione delle procedure di concordato o liquidazione: il saldo tra PMI nate e cessate è tornato ad essere positivo nel 2014, ma è stato neutralizzato dal saldo, ancora negativo, tra microimprese che crescono fino a diventare PMI e società che percorrono il sentiero inverso, da PMI a microimprese.

³ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2015

L'indebitamento e la disponibilità di credito

Nel 2014 l'indebitamento finanziario delle imprese industriali è ulteriormente calato rispetto all'anno precedente, confermando il *trend*.

La Figura 1.4 evidenzia che il valore medio della leva finanziaria (definita come rapporto fra debiti finanziari e totale delle fonti di finanziamento a valore di mercato) è passato dal 48,6% del 2011 al 40,0% del 2014. Se si considera il rapporto tra indebitamento finanziario e valore aggiunto per lo stesso campione si nota un ritorno ai livelli pre-crisi, con un rapporto medio inferiore a 180%.

L'indebitamento delle imprese italiane permane comunque ben superiore rispetto a quello che appare negli altri Paesi europei: la Francia si attesta al 35%, la Germania al

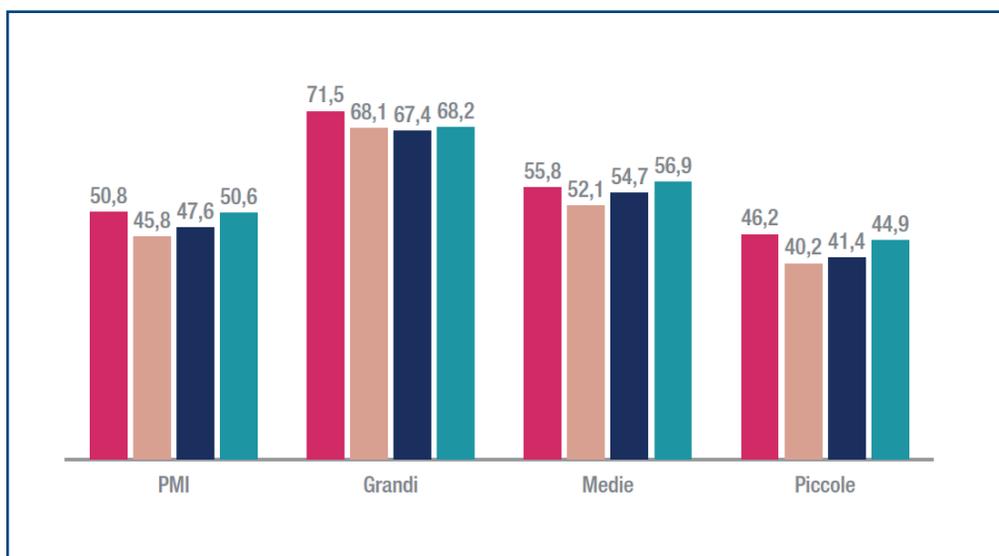


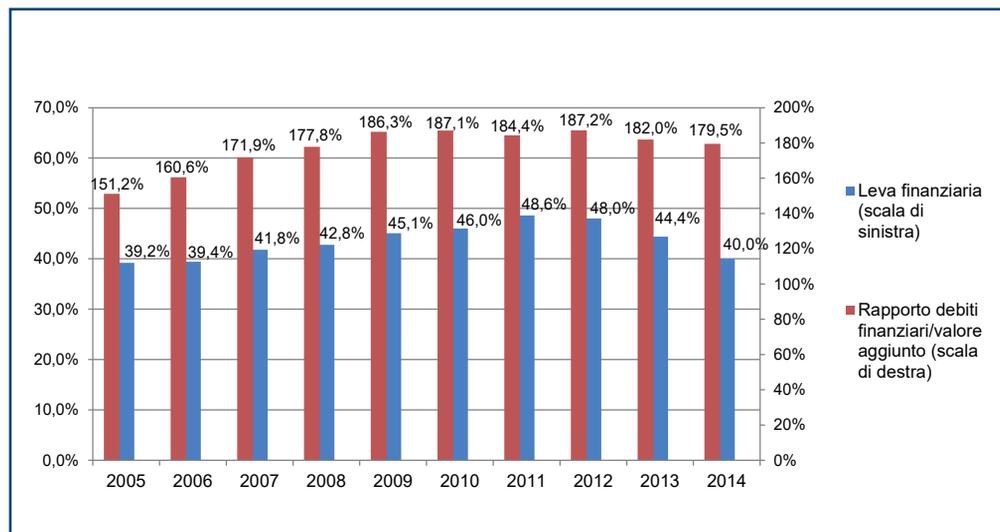
Figura 1.3

Variatione della produttività delle imprese italiane, per dimensione di azienda.

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2015

Figura 1.4

L'indebitamento delle imprese italiane non finanziarie, dal 2006 al 2014: leva finanziaria e rapporto fra debiti finanziari e valore aggiunto
Fonte: Banca d'Italia



⁴ Fonte dei dati: Relazione Annuale della Banca d'Italia, 2014

39%, il Regno Unito al 36%; la media nella zona Euro⁴ è pari al 41%. Negli Stati Uniti addirittura il valore è inferiore al 30%.

Nel 2014 sono soprattutto le piccole imprese a ridurre il debito finanziario (-1,6%), mentre le medie imprese mostrano un lieve incremento (+0,2%). Grazie al rafforzamento del capitale proprio (+2,9%), migliora comunque per tutte le PMI il grado di patrimonializzazione⁵.

⁵ Fonte dei dati: Rapporto Cerved PMI 2015

I ridotti tassi di interesse sul mercato hanno permesso alle imprese di tutte le classi dimensionali di ridurre l'incidenza degli oneri finanziari rispetto ai margini.

Focalizzando sulla disponibilità di credito, i dati diffusi da Banca d'Italia nella Relazione annuale presentata il 26 maggio 2015 e riportati in Figura 1.5 mostrano che nel 2014 è proseguita - pur attenuandosi - la riduzione dello *stock* di prestiti erogati dalle banche alle imprese non finanziarie (-2,0%) e si è ridotto in modo ancora più consistente il totale dei finanziamenti erogati da società di *leasing* e di *factoring* (-3,6%). La tendenza è confermata nei primi mesi del 2015. Lo *stock* di credito bancario a favore delle imprese non finanziarie è passato complessivamente da € 814,7 miliardi nel 2013 a € 808,0 miliardi a fine 2014.

Ancora una volta sono state soprattutto le piccole imprese a subire un razionamento del credito bancario più consistente (-2,4% nel 2014 rispetto al 2013).

Si è però ridotta la frazione delle aziende che non riesce a ottenere credito: sulla base dei dati Istat riferiti alle imprese manifatturiere, nel primo trimestre del 2015 essa è stata in media pari all'11%, oltre tre punti percentuali in meno rispetto al corrispondente periodo del 2014. La percentuale sale però al 20% fra le imprese caratterizzate da una struttura finanziaria più debole e da minori margini di redditività.

Figura 1.5

Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello stock disponibile su base trimestrale (blu) e su base annuale (rosso)
Fonte: Banca d'Italia



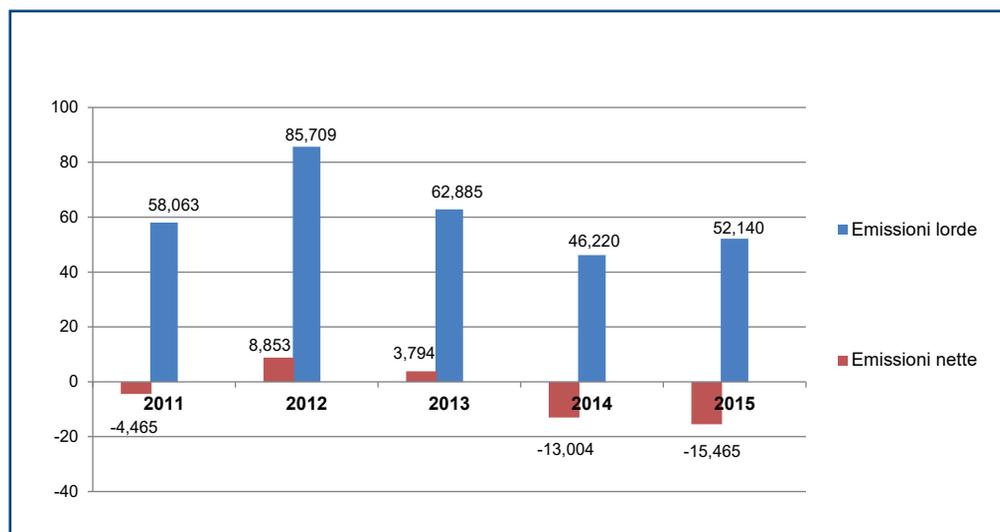


Figura 1.6

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non bancarie dal 2011 al 2015 (dati in miliardi EUR)
Fonte: Banca d'Italia

Le condizioni di offerta sono progressivamente migliorate: dopo un biennio di sostanziale stabilità, dal febbraio 2014 i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti bancari sono diminuiti di 120 punti base (2,3% a marzo del 2015), riflettendo le misure espansive dell'Eurosistema. Il differenziale di tasso rispetto alle imprese tedesche e francesi si è più che dimezzato rispetto ai massimi di due anni prima.

I primi dati a consuntivo del 2015, secondo il Barometro Crif-Eurisc, segnalano un'accelerazione della richiesta di credito da parte delle imprese, a svelare un moderato ottimismo sugli investimenti, e una ripresa delle erogazioni bancarie rispetto al 2014 (+13%). Nondimeno, nel 2014 e nel 2015 si è osservato anche un incremento dei crediti in sofferenza vantati dal sistema bancario.

Le statistiche diffuse da Banca d'Italia⁶ evidenziano poi che nonostante la riduzione dei tassi di interesse e il relativo ottimismo per il futuro, la fragilità finanziaria delle imprese resta ancora elevata, come confermato dal tasso di ingresso in sofferenza nel primo trimestre del 2015 (3,9%).

L'intero sistema bancario italiano, a dicembre 2014, esibiva un'incidenza dei crediti in sofferenza pari al 10,7%, soglia che arriva al 18,5% considerando anche altri crediti deteriorati, per un valore complessivo di € 228 miliardi, già coperti da rettifiche di valore nei conti economici delle banche per il 60,3%.

Lo *stock* di crediti di difficile esigibilità rappresenta un rilevante problema per il sistema bancario, da cui il recente dibattito⁷ su come 'ridurre il peso' dei *non-performing loans* (NPLs) sui bilanci delle banche.

La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

La ricomposizione dei debiti finanziari è proseguita nel 2014: se da una parte come si è evidenziato nella pagina precedente i prestiti bancari si sono ridotti, dall'altra le emissioni obbligazionarie lorde da imprese e intermediari finanziari non bancari si sono mantenute sopra il valore di € 40 miliardi all'anno (si veda la Figura 1.6), rappresentando una porzione sempre più consistente dei titoli mobiliari di debito dal settore privato (le emissioni lorde annuali di obbligazioni bancarie italiane sono 'crollate' da € 312 miliardi nel 2011 a poco più di 100 miliardi nel 2015). Del resto le emissioni al netto dei rimborsi sono risultate negative sia nel 2014 sia nel 2015, evidenziando un'importante capacità del sistema di 'rifiinanziamento' del sistema industriale.

Nel rapporto presentato un anno fa, si era evidenziato come la minore offerta di credito da parte del sistema bancario e la riduzione dei tassi di interesse a valori inediti nell'area Euro avessero 'spinto' le emissioni lorde di titoli mobiliari di debito da parte delle società non bancarie italiane, in particolare di obbligazioni.

Questa duplice tensione ha fatto sì che il peso dei titoli mobiliari sul totale dei debiti finanziari abbia raggiunto a fine 2014 il 12%, un valore quasi doppio rispetto a quello osservato in Italia prima della crisi e finalmente in linea con la media dell'area Euro.

⁶ Si veda la Relazione Annuale della Banca d'Italia, 2014.

⁷ Si veda a tal proposito il recentissimo D.L. 14/2/2016 n. 18 sul tema della Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze (GACS)

Storicamente, infatti, l'indebitamento sul mercato mobiliare ha rappresentato per tutte le imprese italiane una scelta 'di nicchia' rispetto al credito bancario.

Nel 2014 le emissioni lorde di titoli di debito sul mercato mobiliare da parte di società non bancarie si è assestato su valori del 30% superiori rispetto alla media 2002-2008; il numero di nuovi emittenti, pari a 97, ha raggiunto il livello *record* dal 2009; la maggior parte di queste imprese sono PMI, grazie all'avvento dei mini-bond⁸.

Come meglio mostreremo nelle prossime pagine, in Italia dal 2012 i mini-bond hanno consentito di raccogliere sul mercato € 7,191 miliardi (di cui € 634,4 milioni destinati alle sole PMI). Solo nel 2015, la raccolta è stata pari a € 1,443 miliardi. Secondo le nostre stime, nel 2016 il risultato sarà in linea con l'anno passato.

Nonostante i progressi registrati, molto lavoro resta ancora da fare, visto che una recente indagine della Banca Centrale Europea (si veda la Figura 1.7) mostra che per il 12,6% delle PMI italiane il maggiore problema da risolvere è proprio l'accesso alle risorse finanziarie, contro una media dell'Eurozona pari al 10,8% e un valore pari a solo 7,4% per la Germania.

⁸ Fonte dei dati: Banca d'Italia.



Vittorio Fiore
(Deloitte)

"I mini-bond rappresentano un trampolino di lancio per tutto il sistema economico del nostro Paese. È una chance per moltissime PMI che hanno la possibilità di essere più trasparenti e appetibili rispetto agli investimenti di terzi e di rafforzarsi grazie a nuove risorse finanziarie"

L'evoluzione della normativa nel 2015

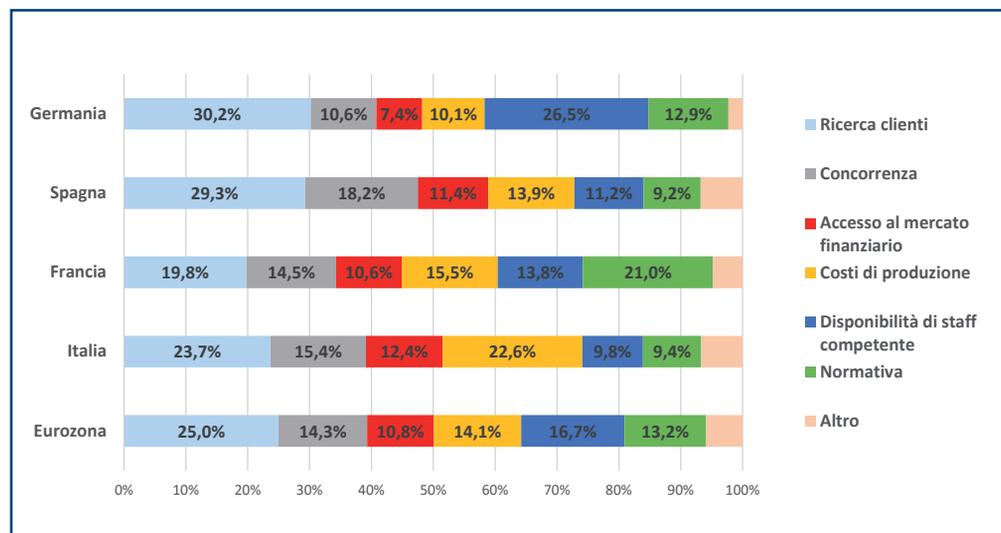
Lo sviluppo del mercato italiano dei mini-bond è stato favorito in maniera determinante da una serie di provvedimenti legislativi, partiti dal 2012 con i Decreti 'Sviluppo' e 'Sviluppo-Bis', e proseguiti nel 2013 e nel 2014 rispettivamente con il 'Piano Destinazione Italia' e con il 'Decreto Competitività'. Le leggi sono poi state perfezionate attraverso una serie di documenti operativi e regolamenti attuativi. Le ultime disposizioni in ordine temporale sono state quelle del Ministero per lo Sviluppo Economico relative all'operatività del Fondo Centrale di Garanzia sui mini-bond, pubblicate il 23 ottobre 2014 e diventate operative a novembre 2014.

Nel 2015 non si sono registrati nuovi interventi di rilievo. Se alcune innovazioni, quali la parificazione del trattamento fiscale e la semplificazione delle norme di emissione dei mini-bond, hanno mostrato rapidamente efficacia e contribuito allo sviluppo di una nuova *asset class*, altre sembrano invece trascurate dagli operatori del mercato. Ci si riferisce ad esempio alla possibilità per le assicurazioni e fondi pensione di investire nei mini-bond (le statistiche pubblicate nel Capitolo 4 mostrano che le assicurazioni italiane fino al 31 dicembre avevano contribuito 'solo' per il 5,5% alle sottoscrizioni di titoli con valore nominale sotto € 50 milioni), e alla semplificazione dei vincoli quantitativi per i fondi pensione (Decreto Ministeriale 2 settembre 2014, n. 166).

La Tabella 1.1 riassume le innovazioni introdotte dai Decreti sopra citati: rimandiamo il lettore alla prima edizione del Report per una trattazione più specifica delle singole norme.

Figura 1.7

I problemi più importanti affrontati dalle PMI europee: sondaggio svolto nel primo semestre 2015. Fonte: EIF, "European Small Business Finance Outlook", December 2015



Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 'Sviluppo' e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	<ul style="list-style-type: none"> • 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 • Estensione a società non quotate della deducibilità dei costi di emissione • 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'	<ul style="list-style-type: none"> • 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'	<ul style="list-style-type: none"> • 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 anche a cessioni di crediti garantiti

Tabella 1.1

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

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).

La novità più rilevante nel 2015 è stata l’iniziativa ExtraMOT PROLinK, una piattaforma *web* centralizzata dove investitori e imprese possono incontrarsi e accedere a tutte le informazioni rilevanti (si veda il Box 1.1).

Ricordiamo nelle prossime pagine gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei titoli nel segmento ExtraMOT PRO.

Il Documento di Ammissione

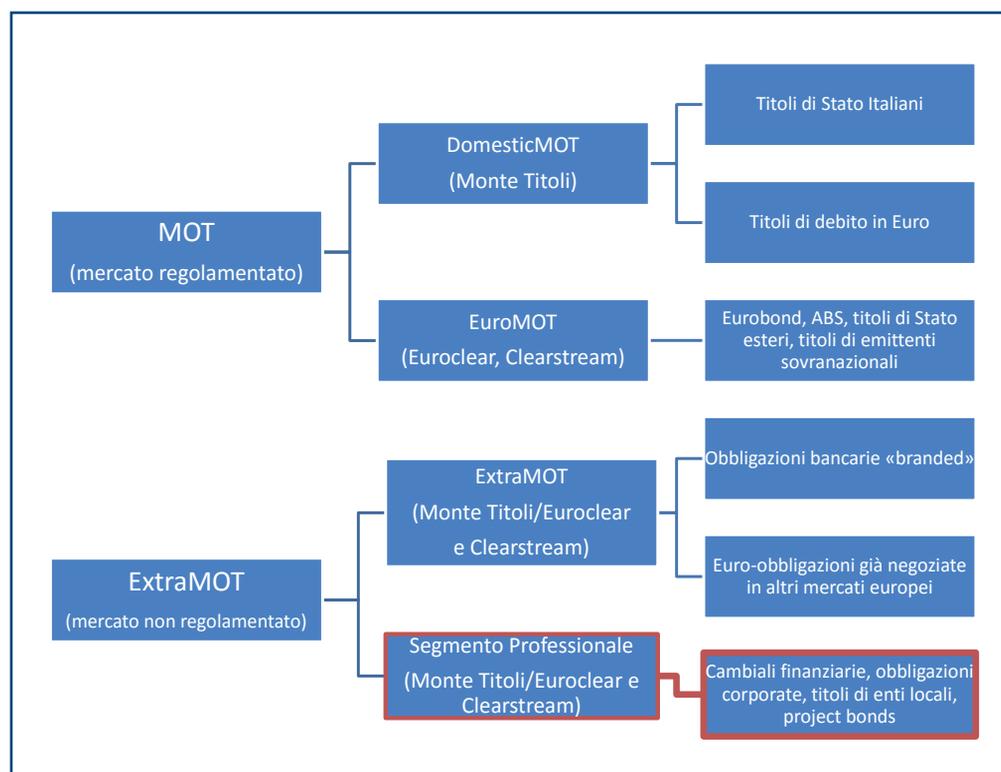
La società emittente ha l’obbligo di redigere un Prospetto o in alternativa un Documento di Ammissione. Il Prospetto deve rispondere alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004 in cui si definiscono le informazioni che devono essere contenute, il modello del Prospetto, aspetti relativi alla 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;
- 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.

Figura 1.8
Il posizionamento di ExtraMOT PRO rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana.
 Fonte: Borsa Italiana



ExtraMOT PROLinK è il nuovo portale ufficiale di Borsa Italiana, dedicato al mercato ExtraMOT PRO, aperto nel 2015. La piattaforma raccoglie in maniera standardizzata ed organica tutte le principali informazioni sulle società e sugli strumenti in quotazione ed è stata ideata come un punto di incontro fra le imprese e i principali *player* del mercato per fornire un ulteriore contributo allo sviluppo del tessuto industriale italiano.

Il portale offre alle società l'opportunità di un accesso privilegiato alla *community* finanziaria per valorizzare il proprio *brand*, confermare la propria credibilità e sostenere nel tempo la crescita.

Offre alla platea di investitori un *set* informativo facilmente fruibile per le proprie decisioni di investimento, corredato da documenti, approfondimenti mensili con dati statistici, *news* ed eventi. Consente inoltre il riconoscimento delle competenze e delle eccellenze dei principali operatori di mercato.

www.borsaitaliana.it/pro-link/home.htm

Box 1.1

ExtraMOT PROLinK

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.

Publicazione 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 precedente 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, 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 se-



Pietro Poletto
(Borsa Italiana)

"Borsa Italiana nel 2015 ha lanciato PROLinK, il nuovo portale dedicato ad ExtraMOT PRO che valorizza ulteriormente un segmento in costante crescita. La piattaforma introduce standard informativi internazionali ed amplia il legame tra le società e la comunità finanziaria. Siamo certi che contribuirà alla crescita degli investitori professionali sul mercato"

guendo 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 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

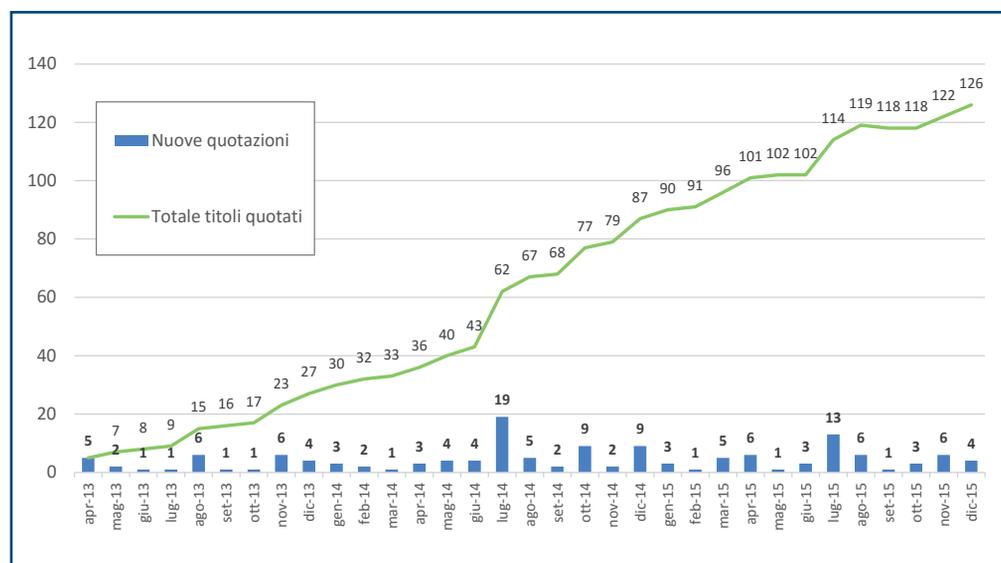
A seguito della quotazione dei mini-bond, l'emittente si deve impegnare a pubblicare regolarmente sul proprio sito Internet:

- 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 2015

Alla data del 31 dicembre 2015, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su ExtraMOT PRO 126 titoli (si veda la Figura 1.9) emessi da 110 imprese, per un valore nominale complessivo di € 5,350 miliardi. Alla fine dell'anno precedente risultavano invece in quotazione 87 titoli emessi da 79 società per un valore nominale complessivo di € 4,752 miliardi. Le nuove quotazioni nel 2015 sono state 57, e i *delisting* 18, legati in 15 casi a titoli in scadenza nel corso dell'anno, appartenenti alle società IFIR, Finanziaria Internazionale Holding, ETT, Buscaini Angelo, Generalfinance. Si registrano poi il caso di una società entrata in concordato preventivo (Grafiche Mazzucchelli,

Figura 1.9
ExtraMOT PRO:
flusso delle
ammissioni e numero
totale di titoli
quotati dall'apertura
del mercato al 31
dicembre 2015
Fonte: Borsa Italiana



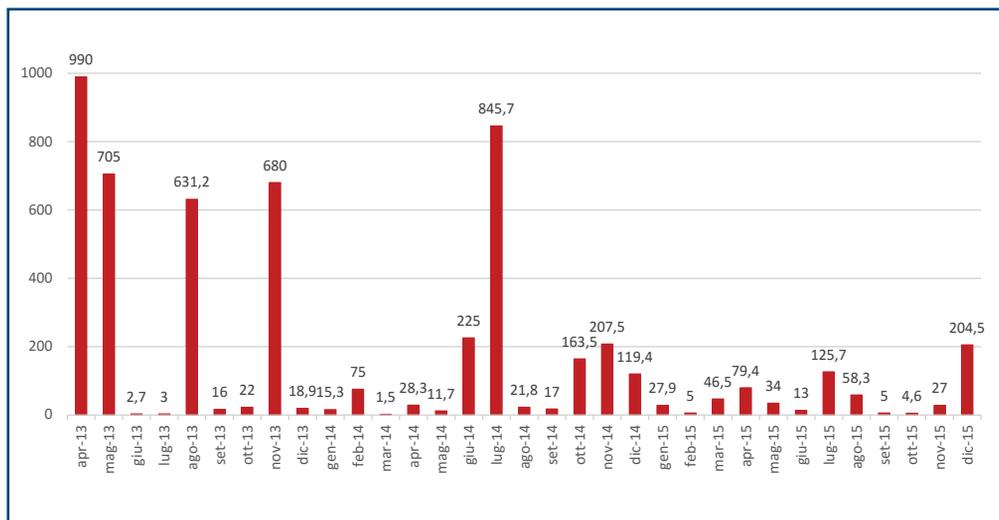


Figura 1.10
Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile delle ammissioni (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2015.
 Fonte: Borsa Italiana

si veda il Box 2.1 a pagina 35) e due rimborsi anticipati con l'esercizio dell'opzione *call* (Bomi Italia, in occasione della quotazione dell'*equity* su AIM Italia, e Cogemat, acquisita nel 2015 dal gruppo SNAI).

I titoli in quotazione erano in gran parte obbligazioni (fra cui un'obbligazione convertibile in titoli azionari, quella di SGG Holding), ma troviamo anche cambiali finanziarie (si veda per un approfondimento il Box 3.1 a pagina 38).

Nel 2015 si è dunque confermata una progressiva crescita del mercato, grazie ad un flusso 'stabile' di nuove ammissioni. Come bene evidenzia la Figura 1.10, nel 2015 si registra una maggiore frequenza di quotazione di emissioni con valori contenuti di collocamento, rispetto al biennio 2013/2014.

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 ricerca e quindi non vengono considerati nelle statistiche relative ai capitoli successivi.

Nel corso del 2015 su ExtraMOT PRO si sono registrati scambi per un totale di 1.253 contratti, su un controvalore di € 152 milioni (con un aumento del 20% rispetto al 2014). La Figura 1.11 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 logi-

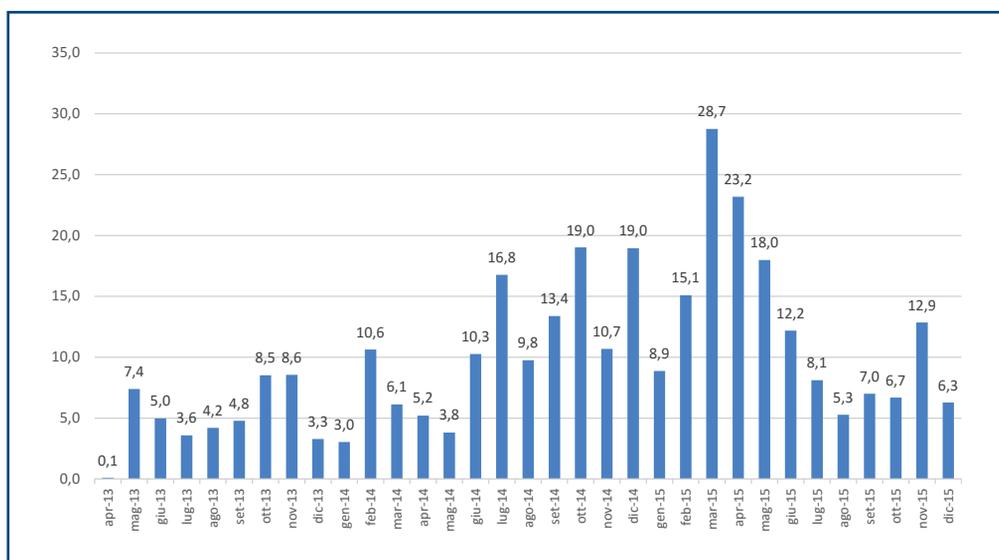


Figura 1.11
Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile degli scambi (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2015.
 Fonte: Borsa Italiana

ca *'buy-and-hold'*, come appare chiaro nel caso dei fondi chiusi di *private debt*. Nel dettaglio, i titoli che hanno registrato compravendite nel 2015 sono stati 42. Quelli più scambiati sono stati emessi da: Manutencoop (€ 40,2 milioni scambiati), Sisal (€ 13,6 milioni), IVS F. (€ 10,9 milioni, pari addirittura a 2,7 volte il capitale nominale collocato), Officine Maccaferri (€ 8,7 milioni), Trevi Finanziaria (€ 8,7 milioni).

I mini-bond in Europa nel 2015

È interessante fare il punto della situazione dei mercati borsistici dedicati ai mini-bond negli altri Paesi europei.

In Regno Unito già dal 2010 il London Stock Exchange ha aperto 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.

⁹ Fonte: London Stock Exchange

A fine 2015, il mercato ORB contava nella sua *track record* 104 emissioni⁹ (fra cui alcune condotte dallo stesso London Stock Exchange Group). A causa dei requisiti di ammissione abbastanza stringenti, però, sono state poche le PMI che hanno approfittato di questa opportunità. I responsabili di ORB stimano che, in base a loro analisi, il mercato possa risultare efficiente per qualsiasi emittente che ha bisogno di raccogliere da 20 milioni di sterline in su.

Nel Regno Unito è possibile collocare mini-bond anche direttamente attraverso Internet. La piattaforma Crowdcube, ad esempio, ha raccolto finora 12,9 milioni di sterline in 11 campagne finanziate da oltre 3.300 investitori¹⁰. Una delle ultime campagne, Eden Project, ha raccolto un milione di sterline in 4 ore e 22 minuti per finanziare un centro educativo in una riserva naturale in Cornovaglia.

¹⁰ 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 (che recentemente ha sostituito il Mittelstandsmarkt ed è suddiviso in tre segmenti in funzione dello *spread* di riferimento), Mittelstandsbörse 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 stata sicuramente condizionata dai numerosi *default*: nei primi quattro anni di vita il 20% delle emissioni ha registrato fenomeni di insolvenza, un valore ben superiore a quello atteso nei *rating* attribuiti dai titoli, che per

la stragrande maggioranza erano classificati come BBB o BB. La percentuale sale al 30% per il Bondm di Stoccarda. La perdita di reputazioni per i listini è stata così bassa che nel 2014 ci sono state solo 26 emissioni e una decina nel 2015. Il 2016 non sembra dare buoni segnali al momento, con l'annuncio di altri *default* (il caso più clamoroso è quello di German Pellets GmH) e richieste di ristrutturazione del debito¹¹.

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.

Le imprese emittenti sono chiamate a pubblicare con tempestività tutte le informazioni sugli eventi che potrebbero influenzare il valore dei titoli emessi. In particolare le imprese quotate sui segmenti B e C di Euronext devono seguire la direttiva Europea 2004/109/EG, mentre le società che hanno scelto Alternext devono seguire delle regole *ad hoc* suggerite come *best practices*.

Da notare che in Francia vi sono benefici fiscali per i sottoscrittori di mini-bond. In particolare, le persone fisiche residenti che detengono i titoli per almeno cinque anni godono della riduzione fino al 50% dell'imposta patrimoniale che grava sull'investimento (fino a una soglia massima di € 45.000) e di una detrazione sull'imposta sul reddito, pari al 18% dell'investimento (con un massimale di € 9.000 esteso a € 16.000 per le famiglie). A fine 2015 risultavano quotati su Alternext 37 titoli assimilabili ai mini-bond¹². Va anche sottolineato che il mercato Euronext nel 2013 ha creato una piattaforma di assistenza specifica per le PMI, dedicata sia al mercato delle azioni sia a quello dei mini-bond, sotto il nome di EnterNext.

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

¹¹ Si veda il lavoro di Mietzner et al. (2015), "Hidden Champions or Black Sheep? Evidence from German Mini-Bonds", working paper

¹² Fonte: NYSE Euronext

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 2015 risultavano quotati sul Marf 41 mini-bond, emessi da 18 società diverse¹³.

¹³ Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

Altra esperienza interessante 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 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 2015 risultavano quotati sul Nordic ABM più di 1.100 mini-bond, emessi da circa 300 imprese (in gran parte del settore finanziario)¹⁴.

¹⁴ Fonte: Oslo Børs

2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che fino al 2015 hanno collocato sul mercato mini-bond, secondo la nostra definizione metodologica. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e osservarne l'evoluzione degli ultimi 12 mesi.

Il campione del 2015: statistiche descrittive

Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 11), nel corso del 2015 risultavano aver collocato mini-bond sul mercato italiano 54 imprese. L'elenco delle imprese è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 78). La differenza significativa fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più mini-bond. Si tratta di 12 società, le quali o hanno collocato titoli con diverse caratteristiche nello stesso istante, o si sono rivolte al mercato in momenti successivi. Nel 2014, invece, le imprese emittenti erano risultate 64. In valore assoluto si registra quindi un decremento nel numero.

Il campione del 2015 è composto da:

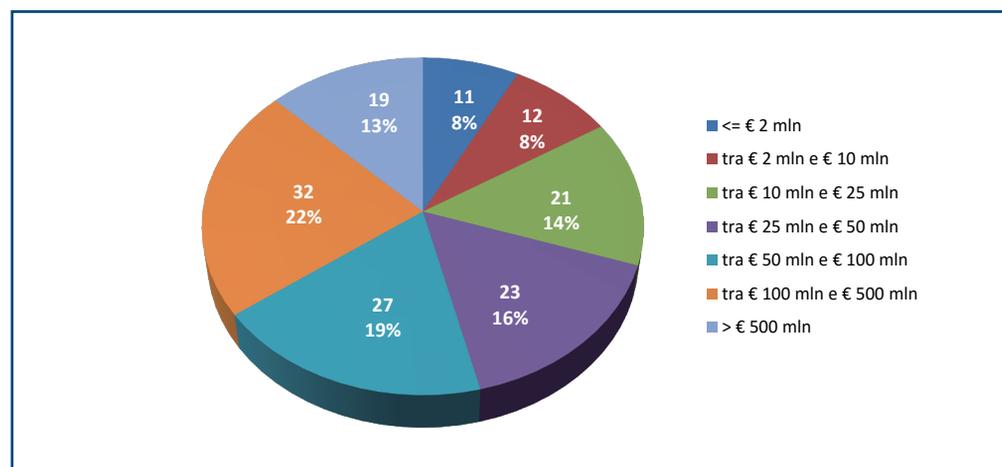
- 46 società per azioni S.p.A. (pari all'85,2% del totale, in diminuzione rispetto all'88,4% dell'anno scorso);
- 7 società a responsabilità limitata S.r.l. (13,0% del totale, in aumento rispetto all'8,1% del 2014);
- 1 società cooperativa (nel 2014 avevamo registrato 2 casi).

Le emittenti del 2015 si suddividono quasi equamente fra PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo¹) e non-PMI. Nel primo gruppo abbiamo 26 imprese (pari al 48,1%, in aumento rispetto al 39,6% del 2014).

Le imprese che per la prima volta hanno collocato mini-bond nel 2015 risultano essere 48, mentre 6 imprese non erano nuove all'esperienza.

Il campione complessivo cumulato di imprese emittenti, che dal 2012 al 2015 ha collocato mini-bond, è dunque costituito da 145 società. Di queste, l'86,2% sono società per azioni, 15 (10,3%) sono società a responsabilità limitata, 3 (2,1%) sono società cooperative. Le PMI in totale sono 65, ovvero il 44,8%.

La Figura 2.1 segmenta il campione totale in funzione della dimensione dell'impresa,

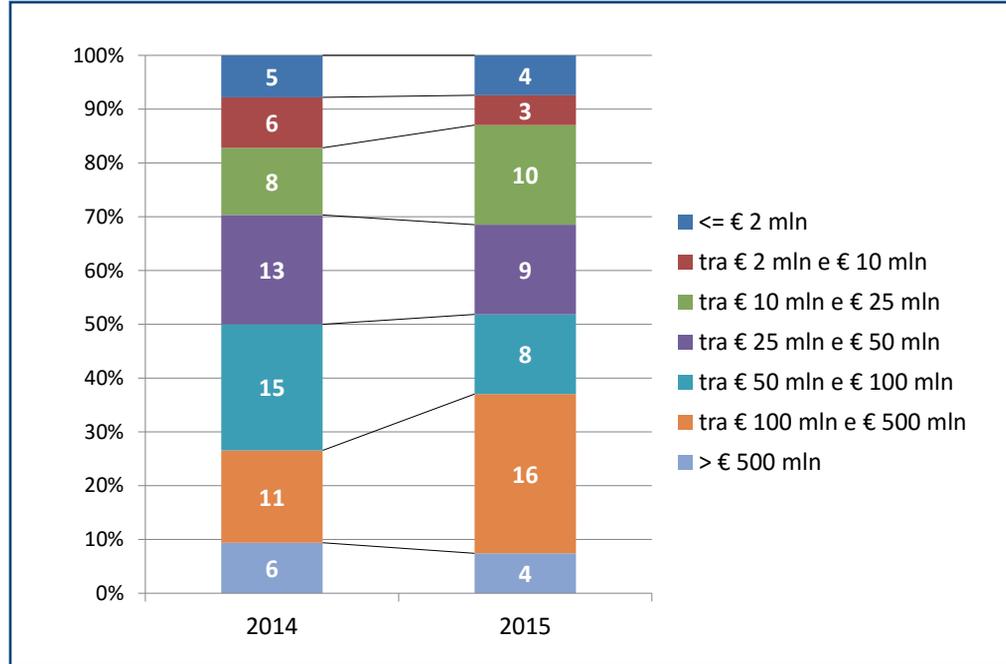


¹ La Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea definisce le PMI come imprese il cui organico sia inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi EUR 50 milioni o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a EUR 43 milioni

Figura 2.1
Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato. Campione: 145 imprese

Figura 2.2

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: confronto fra le emittenti 2014 e le emittenti 2015



Gerardo Murano (ADB)

“Ci aspettiamo un continuo e sempre più intenso avvicinamento delle PMI al mercato dei capitali in linea con le necessità di crescita economico/culturale che contraddistinguono il contesto competitivo moderno”

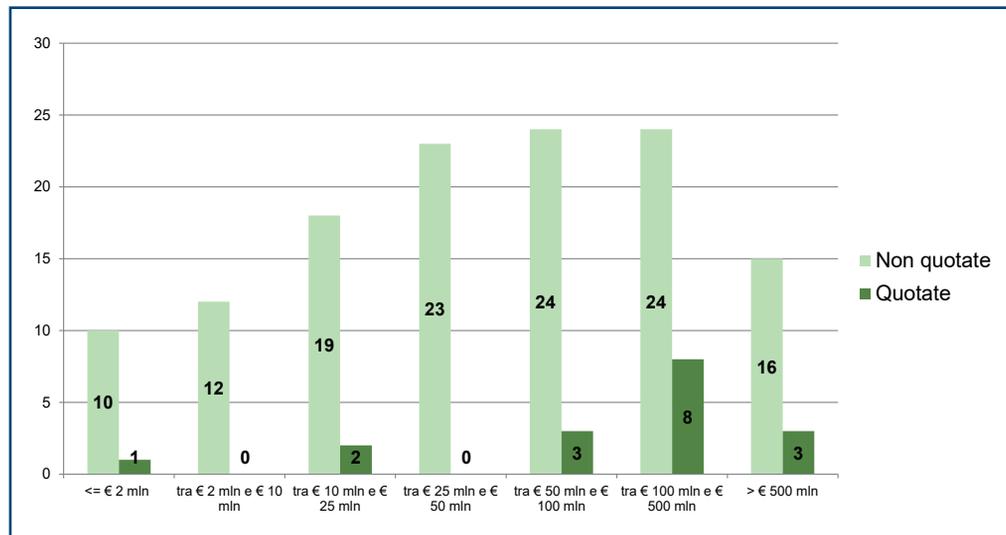
espressa dal fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione. Si noti che la classe più numerosa è quella fra € 100 e € 500 milioni (con 32 osservazioni, pari al 22% del totale) seguita dal gruppo fra € 50 e € 100 milioni (27 casi, pari al 19%). È interessante notare che 23 imprese mostravano un fatturato inferiore a € 10 milioni (di cui 11 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 sé 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 2014 al 2015. Sono aumentate le imprese che si affacciano al mercato dei mini-bond con fatturati consolidati compresi fra € 100 milioni e € 500 milioni, scendono da 6 a 4 quelle con fatturato superiore a questa soglia, mentre fra le altre categorie aumentano solo quelle con fatturato compreso fra € 10 milioni e € 25 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 17 imprese (l'11,7% del campione) che al momento dell'emissione di mini-bond erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 11 di esse erano quotate sul mercato telematico

Figura 2.3

Segmentazione delle imprese emittenti fra quotate e non quotate sul mercato borsistico, per classe di fatturato consolidato. Campione: 145 imprese



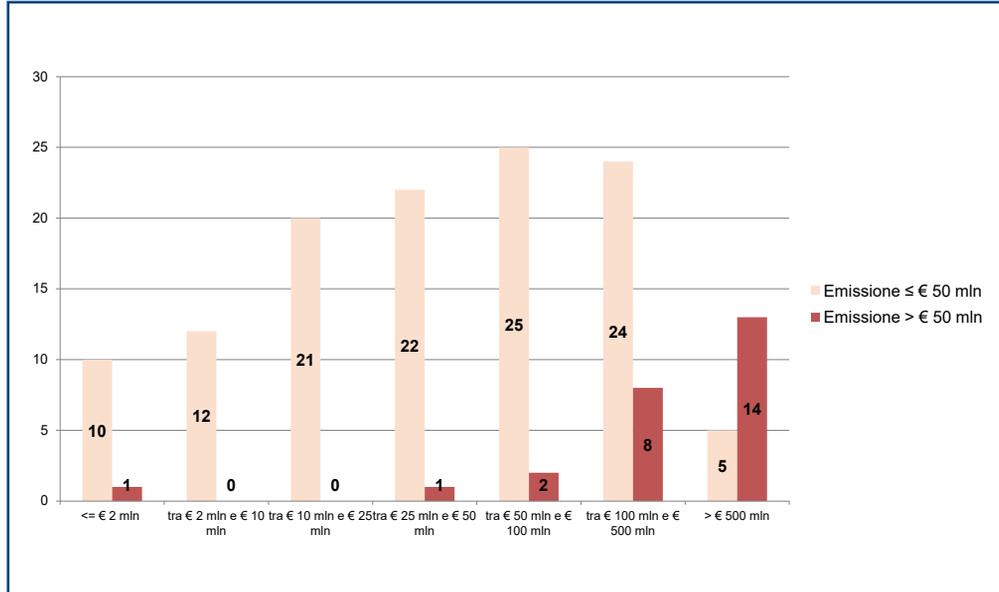


Figura 2.4
Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato (sulle ascisse). Campione: 145 imprese

azionario di Borsa Italiano, 1 sul listino MIV dedicato agli *investment vehicles*, 4 erano quotate su AIM Italy, il segmento per le imprese a più bassa capitalizzazione (come le PMI) e 1 su un listino estero (Hong Kong). Non sorprende che lo *status* di società già quotata sia più frequente (anche se con eccezioni) per le emittenti con fatturato consolidato più elevato.

Nel 2015, sono state 5 le imprese già quotate in Borsa che hanno condotto emissioni di mini-bond, mentre nel 2014 sono state 7.

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 milioni². 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 42 casi) così come abbiamo il caso di 12 imprese che hanno raccolto una somma superiore rispetto al proprio fatturato (il valore più elevato si riferisce all'impresa Sudcommerci). Le informazioni circa le caratteristiche delle emissioni saranno meglio esaminate nel Capitolo 3.

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 55 casi pari al 37,9% del campione), seguito dal gruppo 'sistemi di informazione e comunicazione' con 12 imprese (pari all'8,3%), seguono

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

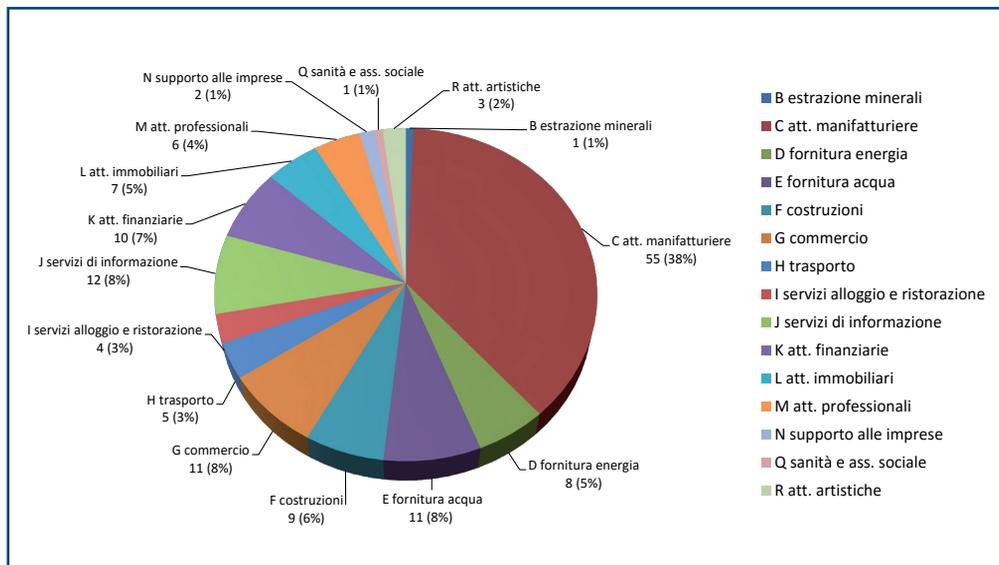
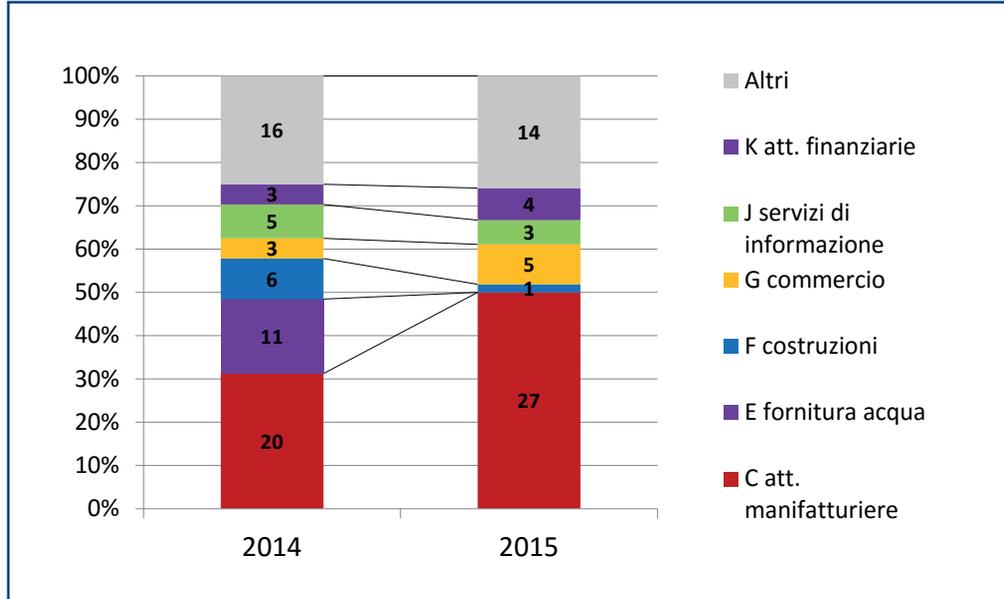


Figura 2.5
Segmentazione delle imprese emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 145 imprese

Figura 2.6
Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: confronto fra le emittenti 2014 e le emittenti 2015



il commercio e la fornitura di acqua e gestione rifiuti (in tal caso il dato è fortemente influenzato dall'operazione 'hydro-bond' effettuata nel 2014 da 8 società di gestione del ciclo idrico integrati nel Veneto ed estesa nel 2016 con nuove emissioni). Abbiamo anche 10 società che appartengono al settore finanziario; riconoscendo che esse potrebbero mostrare differenze rispetto alle altre imprese in termini di competenze finanziarie e accesso ai mercati, in alcune statistiche successive il loro contributo sarà evidenziato a parte. Di queste, 3 mostrano un fatturato compreso fra € 2 milioni e € 10 milioni, 3 han-

Figura 2.7
Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività. Campione: 145 imprese

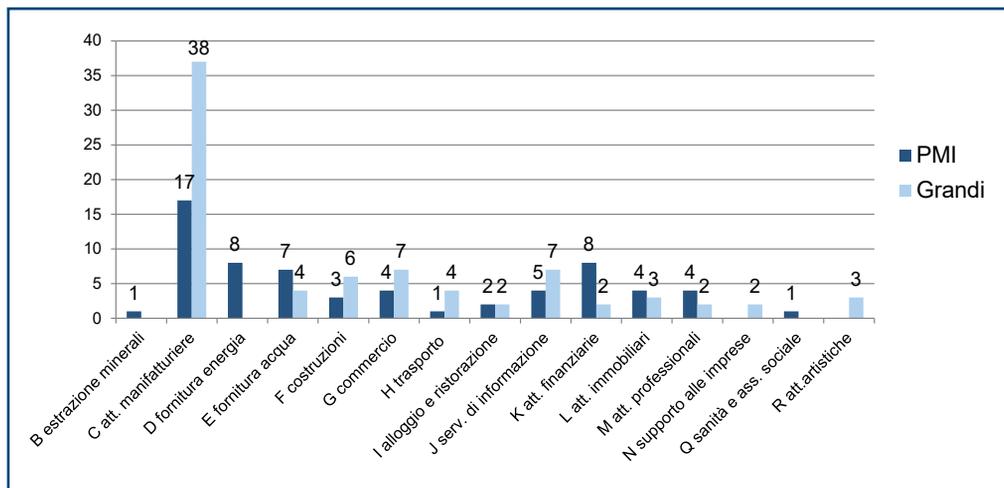
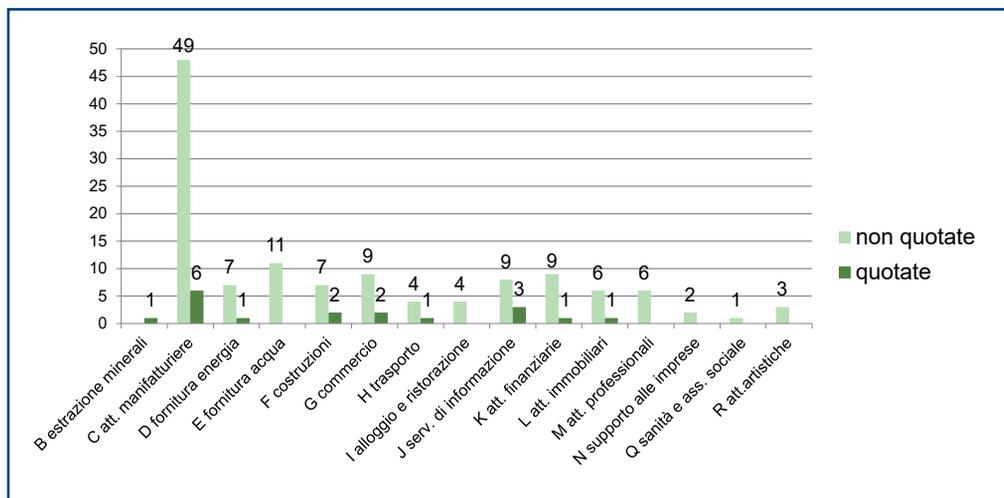


Figura 2.8
Segmentazione delle emittenti fra società quotate e non, per settore di attività. Campione: 145 imprese



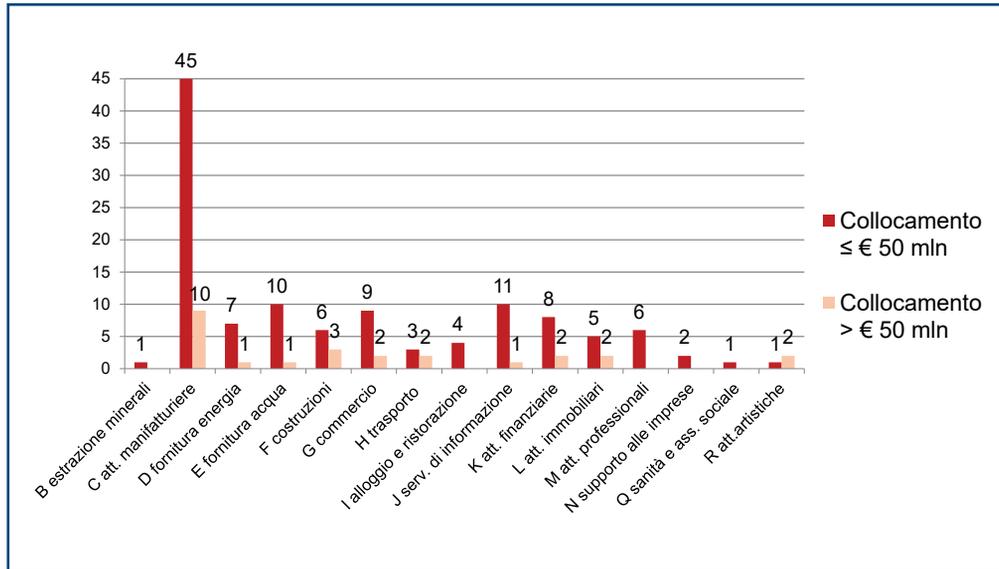


Figura 2.9
Segmentazione delle emittenti per dimensione del collocamento e per settore di attività. Campione: 145 imprese

no un fatturato compreso fra € 50 milioni e € 100 milioni, 2 hanno un fatturato superiore a € 100 milioni mentre le rimanenti 2 appartengono al gruppo con fatturato minore di € 2 milioni

La Figura 2.6 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2014 al 2015 sempre per il settore di business. Si nota un incremento della rappresentanza soprattutto per il settore manifatturiero, ma anche per il commercio e le attività finanziarie, mentre calano i servizi di informazione e le costruzioni.

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, anche se nel 2015 si è registrata una maggiore concentrazione proprio nel settore manifatturiero.

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.

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 (Figura 2.10).

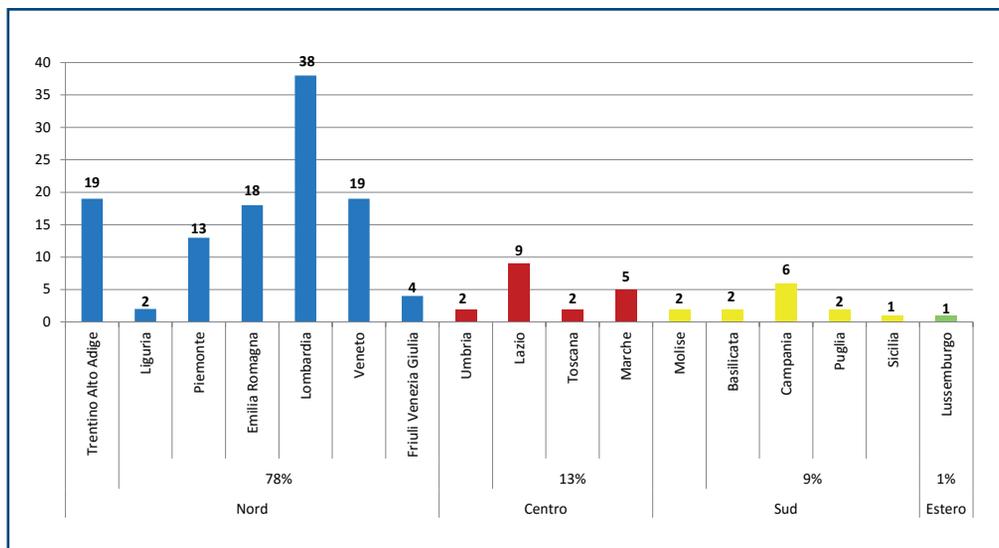


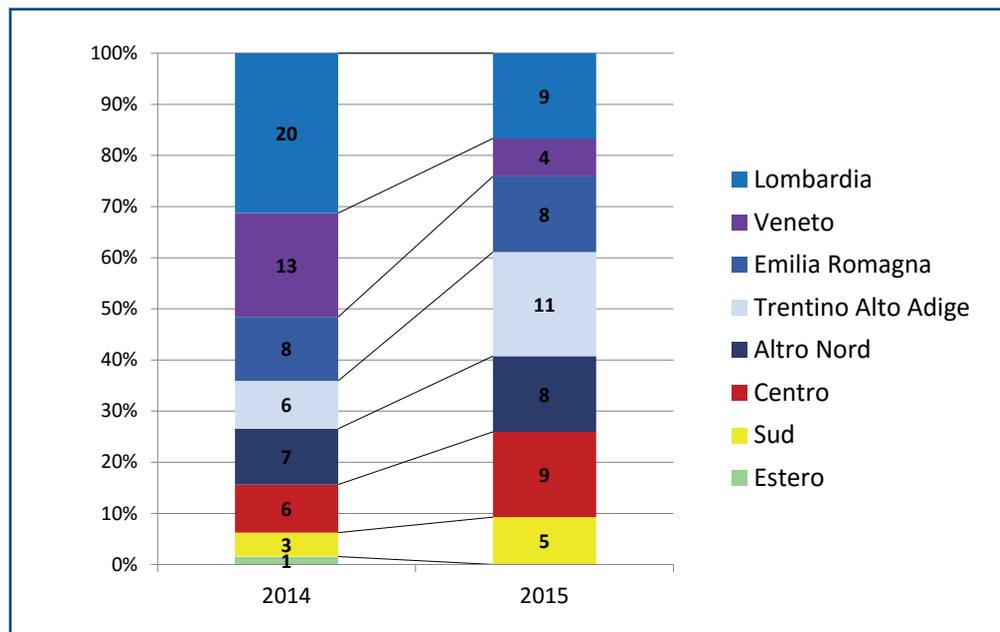
Figura 2.10
Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale. Campione: 145 imprese



Simone Dragone
(Eidos Partners)

“Il mercato dei mini-bond ha finora espresso una minima parte del suo potenziale e presenta importanti possibilità di ulteriore sviluppo anche alla luce dell’evoluzione del sistema bancario. Occorrono un maggiore impulso al mercato delle cartolarizzazioni e la conferma degli incentivi fiscali rivolti a operatori istituzionali quali fondi pensione e casse previdenziali”

Figura 2.11
Localizzazione geografica delle imprese emittenti: confronto fra le emittenti 2014 e le emittenti 2015



In Lombardia sono localizzate 38 società emittenti (poco più di un quarto del totale). Seguono Veneto, Trentino-Alto Adige ed Emilia Romagna. Nel complesso quasi l'80% delle imprese che hanno emesso mini-bond fino al 31 dicembre 2015 risiedeva a nord degli Appennini. Nelle regioni del Centro emerge il Lazio (con 9 imprese). Nel Sud le imprese che hanno collocato mini-bond rappresentano ancora la minoranza. Si ricorda che una società del campione, quotata su AIM Italy, ha sede legale in Lussemburgo (TE Wind SA).

Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono quasi tutte al Nord o al Centro, con l'eccezione di un caso in Campania e uno in Puglia. Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 19 imprese, seguita dal Trentino-Alto Adige (11) e dal Veneto (7).

Nel campione avevamo evidenziato anche la presenza di 10 società finanziarie, che sono localizzate in Lazio (3), Campania e Lombardia (2), Trentino-Alto Adige, Veneto e Molise (1 ciascuno).

La Figura 2.11 mostra come nel 2015 la tendenza favorisca (pur relativamente e non certo in valore assoluto) le imprese del Centro e del Sud, che sono cresciute rispettivamente da 6 a 9 e da 3 a 5. Calano Lombardia e Veneto, mentre cresce il Trentino-Alto Adige, grazie soprattutto all'attivismo dei fondi 'locali'.

I costi del collocamento

Come già evidenziato nel Report dell'anno scorso, i costi del collocamento di un mini-bond sono un elemento cruciale nella valutazione di convenienza, a maggior ragione in un contesto in cui i tassi di interesse sui prestiti bancari si riducono e - come mostrato nel Capitolo 1 - sembra ripartire il flusso di credito dalle banche.

Ricordiamo l'elenco delle diverse voci di costo, nell'ipotesi del collocamento presso una serie di investitori istituzionali³:

- 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 55);

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

- 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);
- gestione del sito Internet 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%.

Va notato che i costi di emissione 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 di investimento non sarà necessario probabilmente individuare altri canali di sottoscrizione).

Le motivazioni del collocamento

Attraverso documenti pubblicamente disponibili (in particolare i regolamenti dei prestiti e gli articoli della stampa specializzata) anche per il 2015 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 depositati⁴.

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.

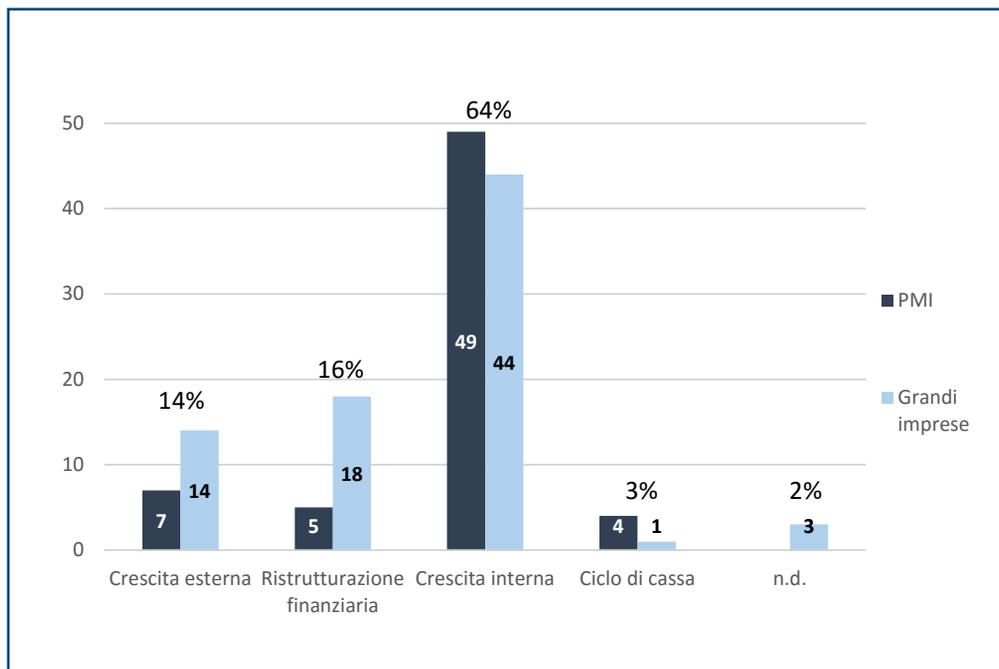
La Figura 2.12 suddivide il campione totale delle imprese in funzione della motivazione principale dichiarata⁵. Si nota che la determinante principale è il finanziamento della crescita interna, che riguarda ben il 64% delle imprese (con una importante crescita rispetto alla situazione registrata un anno fa, quando il valore era il 49%). Seguono quasi a pari livello l'obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (16%, in calo rispetto al 2014) e la volontà di raccogliere capitale per finanziare future acquisizioni esterne (14%). In 5 casi il mini-bond assicura il finanziamento del capitale circolante (si tratta essenzialmente delle cambiali finanziarie). In 3 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 75% delle PMI emittenti, contro invece il 55% per le grandi imprese. Queste ultime ricorrono

⁴ Una ricerca condotta nel 2015 dalla società CSE-Crescendo (si veda il Corriere della Sera, 16 novembre 2015) evidenzia la frequente mancanza di un *business plan* a disposizione degli investitori, fra il materiale reso pubblicamente disponibile dalle imprese emittenti.

⁵ 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: 145 imprese

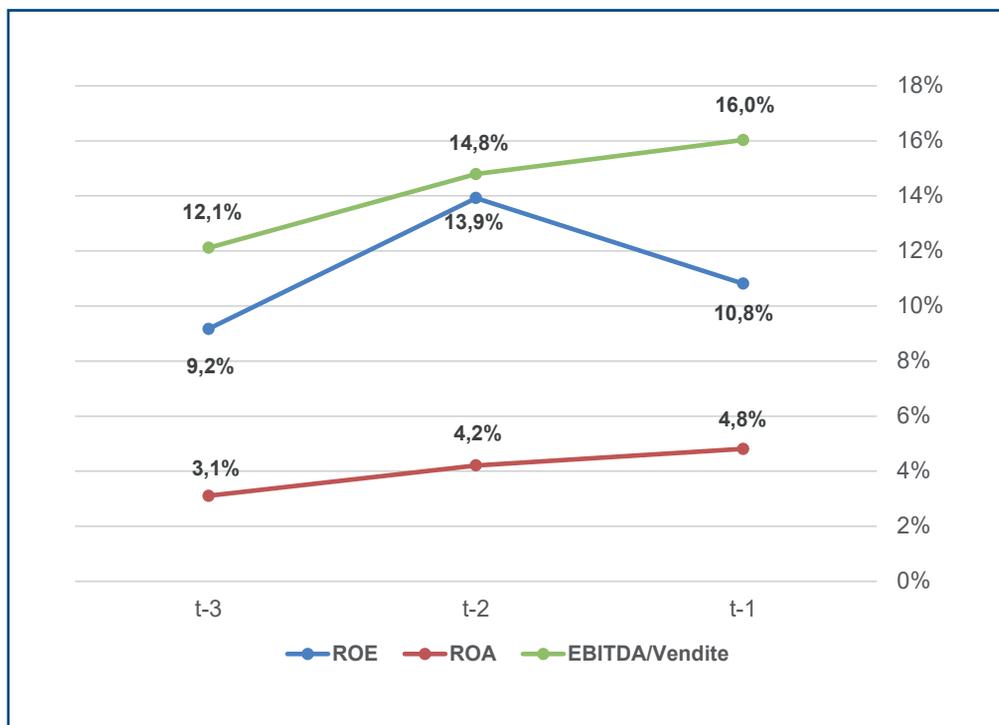


più frequentemente ai mini-bond per ristrutturare il debito (nel 22% dei casi contro solo l'8% per le PMI). Le grandi imprese sembrano infine più inclini a considerare future acquisizioni (nel 17,5% dei casi) che sono invece meno alla portata delle PMI (tale obiettivo è dichiarato solo dall'11% delle imprese di piccola e media dimensione).

L'analisi dei bilanci pre-emissione

Quest'anno si è voluto proporre una prima analisi relativa ai dati di bilancio delle imprese emittenti, osservando l'andamento di alcuni indicatori negli anni che precedono l'emissione. A tal fine attraverso il database AIDA sono stati calcolati i valori medi relativi agli indici di redditività, di liquidità e di patrimonializzazione. Coerentemente con gli obiettivi di ricerca dell'Osservatorio si è focalizzata l'attenzione solo sulle PMI del campione, escludendo anche le società finanziarie (55 osservazioni quindi).

Figura 2.13
Valori medi degli indici ROA (return on assets), ROE (return on equity) e EBITDA/Sales, negli anni prima dell'emissione di un mini-bond. Campione: 55 PMI emittenti, non finanziarie



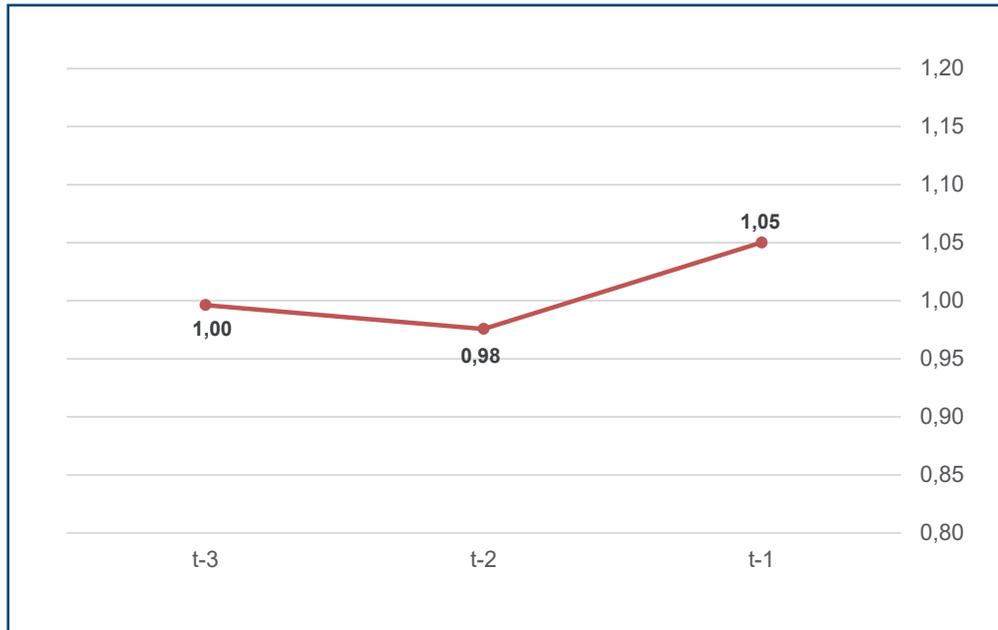


Figura 2.14

Valori medi del test acido (indice di liquidità), negli anni prima dell'emissione di un mini-bond. Campione: 55 PMI emittenti, non finanziarie



Marco Bigliardi
(Pioneer Investment Management SGR)

"La crescita di questa particolare asset class conferma che molte PMI italiane hanno compreso tutti i vantaggi dello strumento mini-bond, dimostrando non solo l'ambizione di crescere ma anche di aprirsi al mercato dei capitali compiendo tutti i passi necessari in termini di organizzazione e trasparenza"

La Figura 2.13 riporta i valori medi relativi agli indici *return on assets* (ROA) definito come margine operativo netto su totale dell'attivo, *return on equity* (ROE) ovvero utile netto su patrimonio netto, e EBITDA (margine operativo lordo) su vendite. La statistica è calcolata sui tre anni precedenti quello del collocamento dei mini-bond.

Si nota un generale *trend* favorevole rispetto alla redditività, che risulta mediamente in aumento prima della decisione di emissione, con una eccezione che riguarda il ROE ed è probabilmente legata ad un minore effetto della leva finanziaria. Esaminando la distribuzione dei valori, si nota che 5 imprese mostrano negli anni precedenti l'emissione dei valori costantemente negativi sia dell'indice *return on asset*, sia del rapporto EBITDA su vendite.

La Figura 2.14 riporta invece i valori medi relativi al '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 e non significativamente diversi, a testimoniare in media uno stabile equilibrio finanziario di breve termine. All'interno del gruppo, si nota però una certa varianza, dato che circa metà del campione presenta

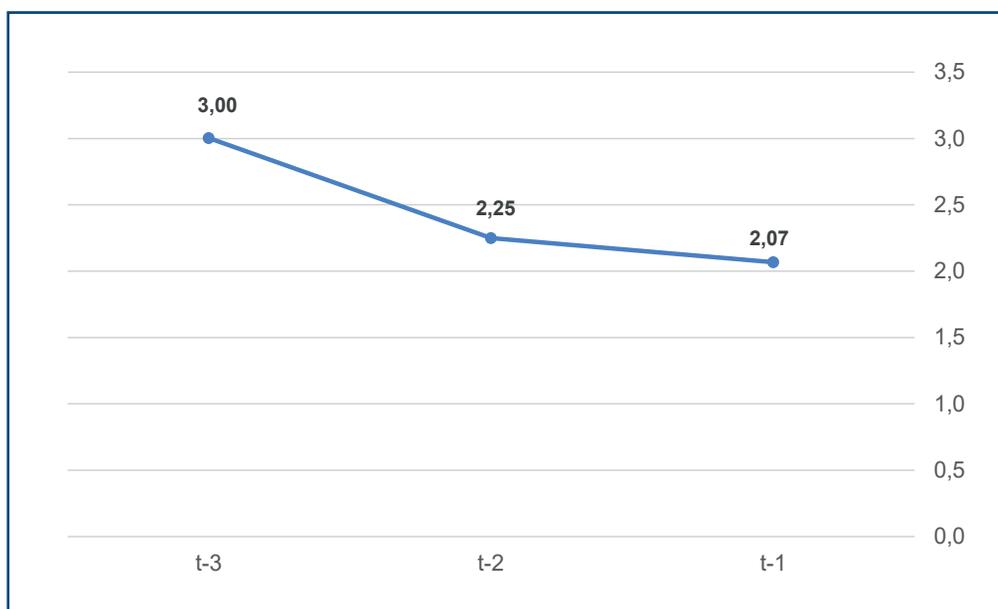
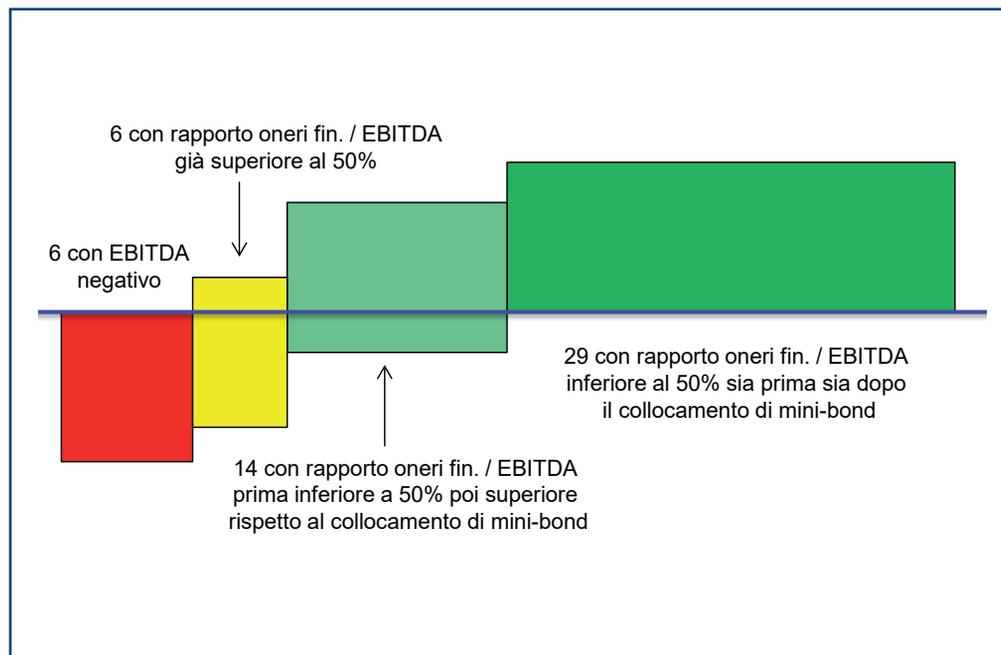


Figura 2.15

Valori medi della leva finanziaria, negli anni prima dell'emissione di un mini-bond. Campione: 55 PMI emittenti, non finanziarie

Figura 2.16
Segmentazione delle imprese emittenti in funzione della situazione finanziaria di bilancio.
 Campione: 55 PMI emittenti, non finanziarie



prima dell'emissione un rapporto inferiore a uno.

La Figura 2.15 infine riporta il valore medio della 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 (in coerenza con la riduzione dell'effetto di leva finanziaria notato nella Figura 2.13), a testimoniare che nella maggioranza delle PMI il mini-bond non va a saturare ulteriormente la capacità di indebitamento. Nel campione, vi sono infatti solo 17 imprese che nell'anno precedente l'emissione avevano aumentato il valore di leva.

Per valutare l'impatto potenziale dell'emissione dei mini-bond sull'equilibrio finanziario dell'impresa nonché la sostenibilità futura, la Figura 2.16 'ordina' le emittenti (mantenendo la stessa soglia di interesse relativa alle PMI non finanziarie) distinguendo fra:

- imprese che nell'anno prima dell'emissione mostravano un margine operativo lordo negativo (6, pari al 10,9%); 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 (6 casi, ovvero il 10,9% 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 (14 PMI, pari al 25,4% 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 29 imprese pari al 52,7%).

Il risultato sembra suggerire un quadro relativamente rassicurante per molte PMI, ma con qualche preoccupazione in un certo numero di casi. Ovviamente la simulazione condotta è 'statica' perchè si limita a proiettare nel futuro la marginalità corrente dell'impresa. Molto più interessante è osservare cosa accade realmente negli anni successivi. A volte infatti le notizie più negative possono arrivare da imprese che nei propri bilanci sembrano mostrare una situazione non allarmante, come testimonia il caso raccontato nel Box 2.1.

Box 2.1

Il primo default di un mini-bond in Italia

Grafiche Mazzucchelli nasce negli anni Settanta come piccola realtà tipografica artigianale a Seriate (BG), specializzata nel *roto-offset* con impianti d'avanguardia, tra i quali la Goss Sunday a 96 pagine, in grado di stampare 80.000 copie all'ora.

Nel 2013, dopo un periodo di particolari difficoltà di bilancio, viene acquisita dalla Guido Veneziani Editore, che pochi mesi prima aveva rilevato anche la RotoAlba. Pochi mesi dopo, un incendio provoca gravi danni agli impianti. Un comunicato stampa del gruppo rassicura sulle sorti dell'impresa: «Fortunatamente proprio nei giorni scorsi, in conseguenza alla grande crescita degli ordinativi, la Guido Veneziani Printing aveva già provveduto ad avviare una nuova rotativa». L'Eco di Bergamo il 28/7/2013 dà notizia della sottoscrizione di un impegno per l'acquisizione di un nuovo stabilimento grafico in Francia dotato di due rotative di grosso formato, il che permetterà di incrementare ulteriormente la capacità produttiva. Inoltre l'azienda rassicura sul fatto che il personale attualmente impiegato nello stabilimento danneggiato verrà immediatamente reintegrato nelle nuove unità operative.

Nel novembre 2013 Grafiche Mazzucchelli colloca un mini-bond da € 2,8 milioni, *callable*, senza *rating*, *unsecured*. L'obbligazione ha scadenza 31/12/2019 e paga una cedola annuale pari all'8%. Nello stesso anno l'impresa registrava ricavi pari a € 64,234 milioni, con un margine operativo lordo pari a € 4,4 milioni e utili netti per € 1,1 milioni. Il debito finanziario netto da bilancio risultava pari a € 22,933 milioni, senza considerare il mini-bond.

Nei mesi successivi le difficoltà aziendali si palesano nell'impossibilità di pagare puntualmente gli stipendi ai 113 lavoratori in organico e culminano nella domanda di concordato 'in bianco' presentata dal Gruppo nel giugno 2015. Solo un mese prima (si veda La Stampa del 22/6/2015) Grafiche Mazzucchelli aveva acquistato per un corrispettivo di € 1,2 milioni la partecipazione del 5% detenuta da Investimenti e Sviluppo S.p.A. nel capitale della controllante Guido Veneziani Editore S.p.A attraverso l'emissione di 1.203 nuove obbligazioni non convertibili Grafiche Mazzucchelli 8% 2013-2019.

La parabola si chiude nell'agosto 2015 con il provvedimento del Tribunale di Milano di avvio del procedimento di fallimento.

L'analisi dei bilanci post-emissione

Per quanto riguarda invece l'analisi di cosa è successo dopo l'emissione, avendo a disposizione attraverso il database AIDA solo i bilanci fino all'esercizio 2014, viene proposta una prima e inedita analisi relativa a tutte le società emittenti incluse nel nostro campione, non finanziarie, che hanno collocato mini-bond nel 2012, nel 2013 e nel primo semestre del 2014: un campione quindi necessariamente molto più ristretto rispetto al paragrafo precedente. Si tratta di 34 emittenti, di cui 18 PMI e 16 grandi imprese.

È stato costruito un modello che, confrontando i dati relativi all'anno prima dell'emissione con quelli dell'anno dopo l'emissione (ovvero il bilancio 2014 per le società che hanno raccolto capitale nel primo semestre del 2014) è in grado di misurare la variazione prima e dopo l'emissione di queste variabili:

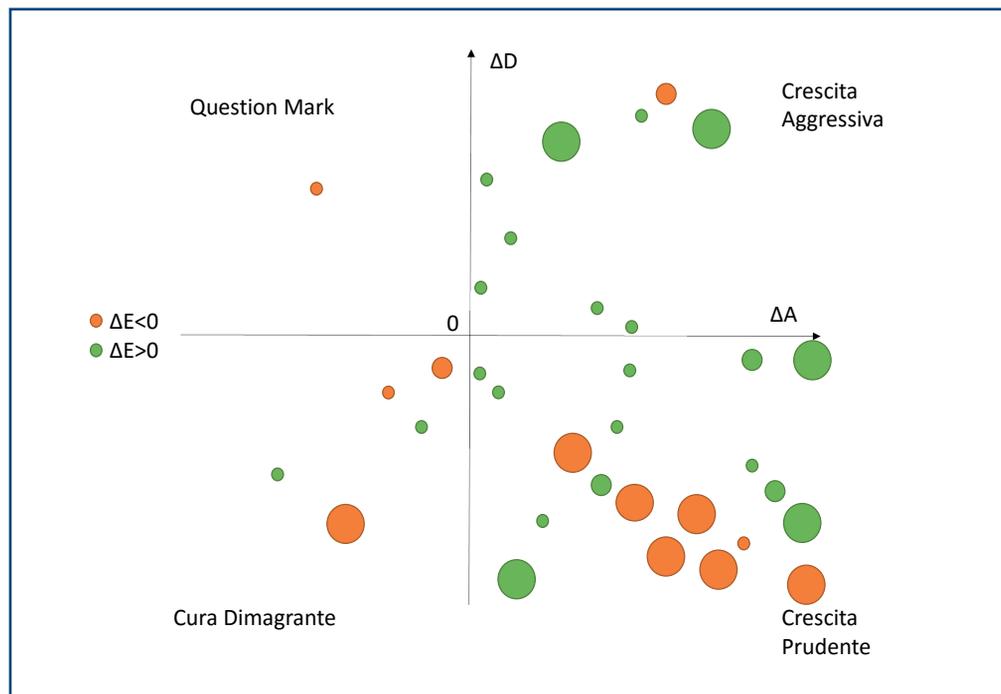
- totale dell'attivo di bilancio al netto delle passività non finanziarie e della cassa (ΔA); questa variabile misura l'incremento (o il decremento) degli investimenti fatti dalle imprese, anche grazie alla raccolta di liquidità effettuata con il mini-bond;
- totale dei debiti finanziari diversi dal mini-bond (ΔD); questa variabile misura l'incremento (o il decremento) dell'indebitamento, che potrebbe essere legato ad esempio all'utilizzo della liquidità raccolta per ridurre il debito bancario;
- patrimonio netto (ΔE); questa variabile misura l'incremento (o il decremento) del patrimonio netto, ed è legata ad eventuali aumenti di capitale (o rimborsi e abbattimenti) effettuati nel frattempo, compresi anche utili reinvestiti e perdite portate a nuovo.

La Figura 2.17 mostra i risultati dell'analisi attraverso un grafico dove ogni cerchio è rappresentato da una singola emittente; la dimensione del cerchio è proporzionale al controvalore del mini-bond mentre il colore (verde o rosso) è associato rispettivamente ad un valore di ΔE positivo o negativo.

Il primo quadrante, che abbiamo identificato con il termine 'question mark' è popolato da solo un'impresa, ovvero Meridie S.p.A. Dopo il collocamento del mini-bond, la so-

Figura 2.17

Mapa delle imprese che hanno collocato mini-bond fino al primo semestre 2014: confronto fra incrementi di voci dell'attivo e del passivo. Campione: 34 imprese emittenti prima del 30/6/2014



cietà risulta avere ridotto il capitale investito, ma avere incrementato l'indebitamento bancario. Trattandosi di un veicolo d'investimento, la cui attività è assimilabile a quella di un fondo di *private equity*, i numeri descrivono un contesto del tutto in linea con una tipologia di *business* destinato nel breve termine a 'bruciare' risorse e a generare invece valore dal punto di vista contabile solo nel lungo termine, con la dismissione delle partecipazioni.

Il secondo quadrante ('crescita aggressiva') è popolato da 9 emittenti che hanno incrementato sia il capitale investito sia il debito finanziario diverso dal mini-bond. Si tratta quindi di imprese che hanno percorso un sentiero di crescita particolarmente aggressivo, sia incrementando il debito bancario sia emettendo il mini-bond. Abbiamo quasi esclusivamente casi di imprese che hanno anche incrementato il patrimonio netto. Un esempio di particolare interesse è Microcinema S.p.A. che nel 2014, dopo avere raccolto il capitale, ha condotto un intenso sviluppo dell'attività di distribuzione e di sfruttamento dei diritti relativi a nuovi prodotti a listino (concerti *pop*, opera lirica, film, eventi) guadagnando quote di mercato.

Il terzo quadrante in senso orario ('crescita prudente') è popolato da 19 imprese che hanno incrementato il capitale investito ma ridotto il debito bancario, seguendo quindi un percorso di crescita meno aggressivo. Qui troviamo con più frequenza i collocamenti di maggiore dimensione, e abbiamo casi di imprese che hanno anche aumentato il patrimonio netto (come Alessandro Rosso Group S.p.A.), ma anche ridotto il valore contabile dell'*equity* (come Gamenet S.p.A.). Alessandro Rosso Group opera nel settore del turismo e dell'organizzazione di eventi; dopo l'emissione del mini-bond ha investito su Expo 2015 diventando uno degli *authorized reseller* e firmando un accordo con il più grande *tour operator* cinese. Gamenet è un concessionario nel settore dei giochi e delle scommesse; ha utilizzato gli incassi del mini-bond per rimborsare finanziamenti ricevuti da banche e da azionisti; nel 2013 ha registrato una perdita di bilancio parzialmente recuperata nel 2014 ma è anche riuscita a migliorare la gestione del capitale circolante netto. Infine l'ultimo quadrante (che abbiamo chiamato 'cura dimagrante') è caratterizzato da 5 imprese che hanno in realtà dismesso parte del capitale investito, e ridotto l'indebitamento bancario. Un caso esemplare in questo *cluster* è rappresentato da Ipi S.p.A., gruppo attivo nella consulenza e nei servizi immobiliari, che oltre ad avere ridotto l'esposizione sul debito bancario ha dismesso nel corso del 2013 e 2014 parte del proprio patrimonio immobiliare.

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 2015.

Le emissioni fino al 2015: statistiche descrittive

Le emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio durante l'anno 2015, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 78. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso dell'anno precedente, si erano registrate invece 71 emissioni. A partire dal 2012 disponiamo quindi di un campione complessivo di 179 collocamenti. La Figura 3.1 aggiorna a tutto il 2015 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 (6 emissioni in agosto 2013, 7 nel mese di novembre) e soprattutto nella seconda metà del 2014 (il massimo flusso si è registrato in luglio 2014 con 20 emissioni). La crescita è proseguita nel 2015, ancora con una 'punta' nel mese di luglio (18 collocamenti). Il trend di crescita fino ad oggi appare oltremodo lineare.

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni. Abbiamo però anche 19 cambiali finanziarie (si veda il Box 3.1), pari al 10,6% del campione, di cui ben 12 relative all'anno 2015 (anche se tutte emesse da imprese già presenti sul mercato, con l'unica eccezione di ITWay S.p.A.). Inoltre uno dei collocamenti effettuati da IFIR S.p.A., con scadenza 18 mesi, viene identificato nel Regolamento emesso come semplice 'titolo di debito'.

La Figura 3.2 descrive invece l'andamento temporale rispetto al controvalore delle emissioni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2015 è pari a € 7,191 miliardi; il contribu-

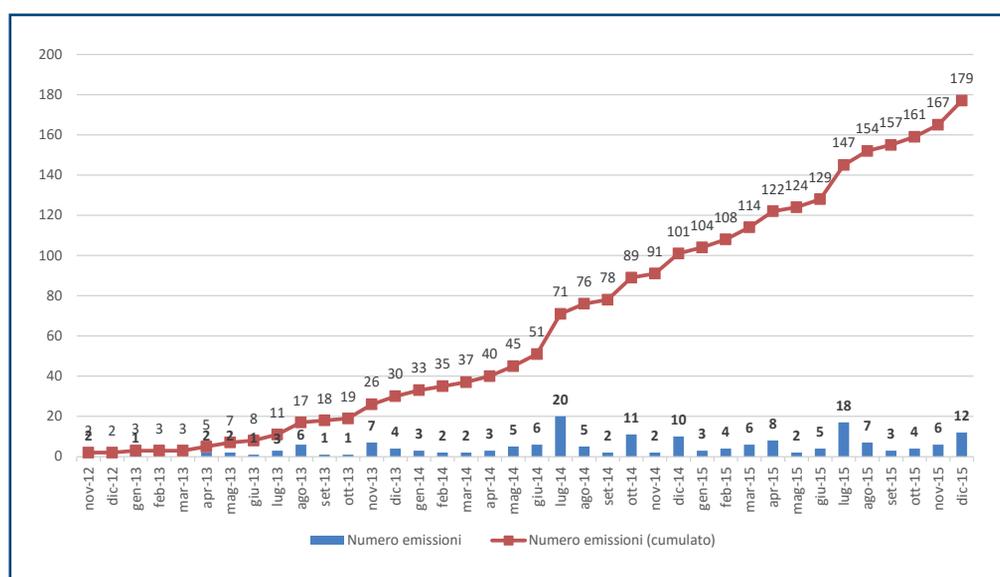


Figura 3.1
Flusso temporale delle emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2015. Campione: 179 emissioni

Box 3.1
Le cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie sono state introdotte nell'ordinamento italiano dalla Legge 43/1994. Si tratta di 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 (in origine le scadenze minime e massime erano state fissate rispettivamente a tre mesi e a un anno). 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.

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. Sono però protestabili.

Alla data del 31 dicembre 2015, fra i mini-bond censiti dall'Osservatorio risultavano presenti 19 cambiali finanziarie, descritte nella seguente Tabella, per un ammontare nominale totale pari a € 56.350.000. Le imprese emittenti in realtà sono molto meno (5) poiché 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).

Le scadenze risultano comprese fra 1 mese e 2 anni. Al momento, UnicaSIM è *leader* fra gli *sponsor* (negli altri casi l'emittente era una grande impresa e quindi in base a quanto riportato nelle righe precedenti non era obbligatoria la nomina).

L'utilizzo di titoli mobiliari per il finanziamento nel breve termine, in particolare del capitale circolante, trova quindi i suoi 'affezionati' fra cui spiccano Finanziaria Internazionale Holding spa (con ben 8 emissioni all'attivo) e ETT spa (6 emissioni). I tassi di interesse annuali variano da 1,5% a 7% e si può notare una decisa riduzione nel corso del 2015, a parità di scadenze.

Tabella 3.1
Le emissioni di cambiali finanziarie classificabili come 'mini-bond'

Emittente	Data emissione e scadenza	Valore nominale	Cedola annuale	Sponsor
Buscaini Angelo srl	Aprile 2013 (2 anni)	EUR 10.000.000	7,0%	Non previsto
ETT spa	Dicembre 2013 (9 mesi)	EUR 500.000	6,0%	UnicaSIM
ETT spa	Maggio 2014 (7 mesi)	EUR 500.000	5,85%	UnicaSIM
ETT spa	Agosto 2014 (7,5 mesi)	EUR 350.000	5,7%	UnicaSIM
Finanziaria Int. H. spa	Novembre 2014 (2 mesi)	EUR 7.500.000	2,5%	Non previsto
ETT spa	Dicembre 2014 (8 mesi)	EUR 650.000	5,5%	UnicaSIM
Generalfinance spa	Dicembre 2014 (6 mesi)	EUR 1.000.000	5,0%	UnicaSIM
Finanziaria Int. H. spa	Gennaio 2015 (2 mesi)	EUR 5.900.000	2,5%	Non previsto
Finanziaria Int. H. spa	Febbraio 2015 (5,5 mesi)	EUR 5.000.000	2,75%	Non previsto
Generalfinance spa	Aprile 2015 (5,5 mesi)	EUR 3.000.000	4,2%	UnicaSIM
ITWay spa	Aprile 2015 (6 mesi)	EUR 1.000.000	4,2%	Non previsto
ETT spa	Aprile 2015 (7,5 mesi)	EUR 1.200.000	5,0%	UnicaSIM
Finanziaria Int. H. spa	Luglio 2015 (3 mesi)	EUR 3.000.000	1,5%	Non previsto
Finanziaria Int. H. spa	Luglio 2015 (5,5 mesi)	EUR 5.000.000	2,3%	Non previsto
Finanziaria Int. H. spa	Luglio 2015 (6 mesi)	EUR 3.500.000	2,3%	Non previsto
Generalfinance spa	Luglio 2015 (6 mesi)	EUR 1.150.000	4,0%	UnicaSIM
ETT spa	Settembre 2015 (2,5 mesi)	EUR 100.000	4,5%	UnicaSIM
Finanziaria Int. H. spa	Ottobre 2015 (3 mesi)	EUR 3.000.000	1,5%	Non previsto
Finanziaria Int. H. spa	Novembre 2015 (1 mese)	EUR 4.000.000	1,5%	Non previsto

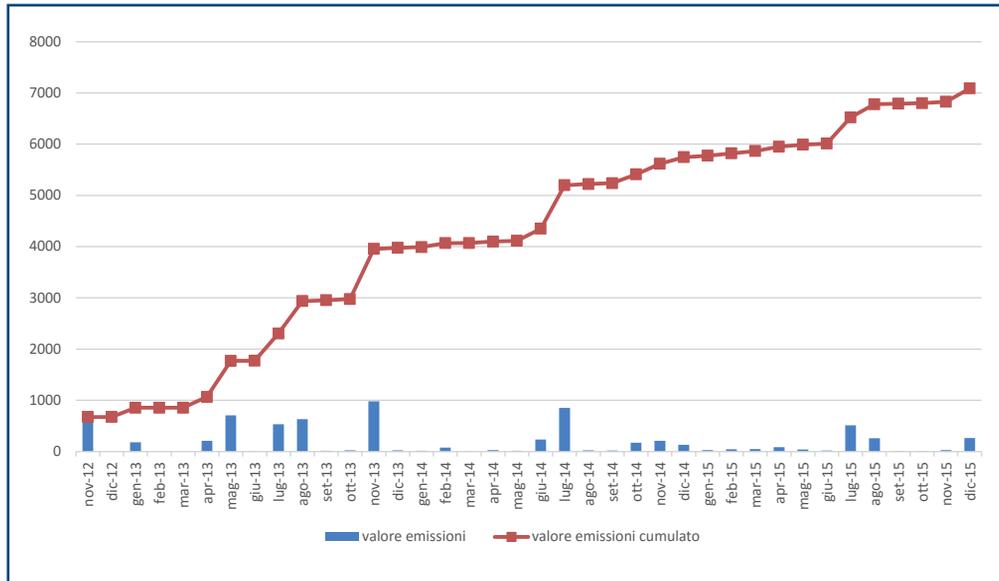


Figura 3.2

Flusso temporale del controvalore di emissione di mini-bond fino al 31 dicembre 2015. Dati in milioni EUR. Campione: 179 emissioni

to di flusso relativo al 2015 è stato pari a € 1,443 miliardi mentre quello del 2014 era stato pari a € 1,770 miliardi). Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 634,4 milioni mentre se consideriamo solo le emissioni inferiori o uguali a € 50 milioni (fatte da grandi imprese e PMI), il capitale collocato ammonta a € 1.361,6 milioni. Le emissioni caratterizzate da un importo inferiore o uguale a € 50 milioni sono la maggioranza (152, pari all'85% del campione) mentre le altre emissioni (27, pari al 15%) risultano sopra la soglia identificata.

La Figura 3.3 aggiorna il dato sul valore medio del collocamento in ogni semestre. Si passa da € 338 milioni (secondo semestre 2012) fino a € 18 milioni nel primo semestre 2014, valore pressochè stabile nei periodi successivi. Nel primo semestre 2015 la media è pari a € 10 milioni, con un recupero fino a € 22 milioni nel secondo semestre. In effetti nel 2015 sono aumentate rispetto al 2014 sia le emissioni fino a € 2 milioni (da 10 a 13) sia quelle comprese fra € 2 milioni e € 5 milioni (addirittura da 20 a 30) mentre sono diminuite tutte le emissioni di taglie superiori.

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 95 (il 53%) contro le 84 fatte da grandi imprese (pari al 47%).

Nel 2015 la frazione di emissioni condotte da PMI è stata pari al 61% contro il 39% relativo al 2014. Solo nei mesi di febbraio e marzo il numero di emissioni fatte da grandi imprese è stato maggiore rispetto a quello che riguarda le PMI.

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 18 collocamenti (il 10% del

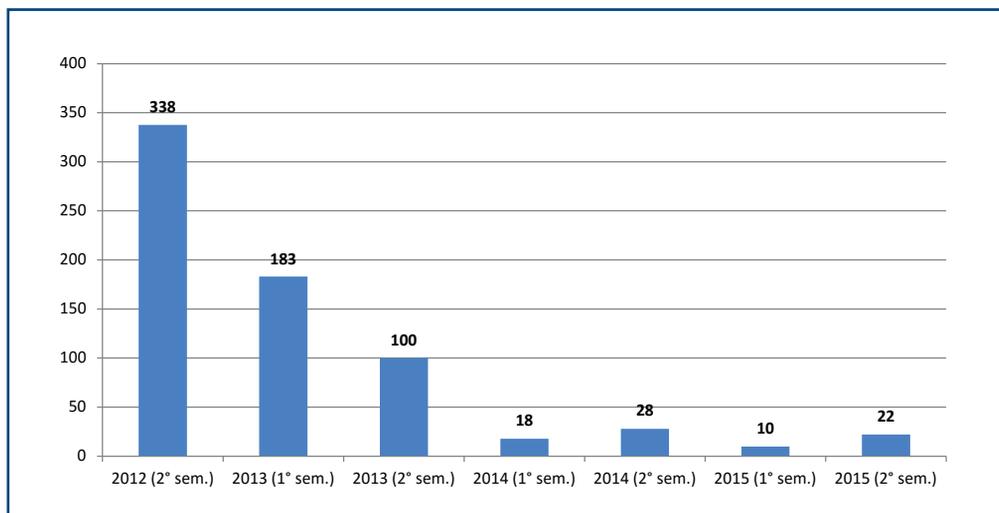
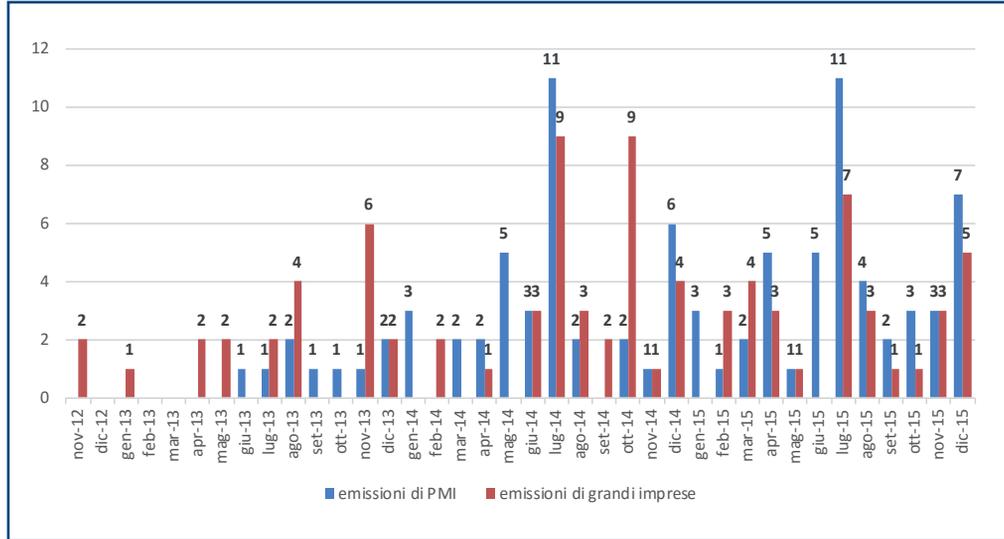


Figura 3.3

Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni EUR). Campione: 177 emissioni

Figura 3.4
Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa). Campione: 179 emissioni



campione, di cui solo 5 nel 2015) mentre la maggioranza dei mini-bond è stata emessa da imprese non quotate (161 casi, pari al 90%). 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.

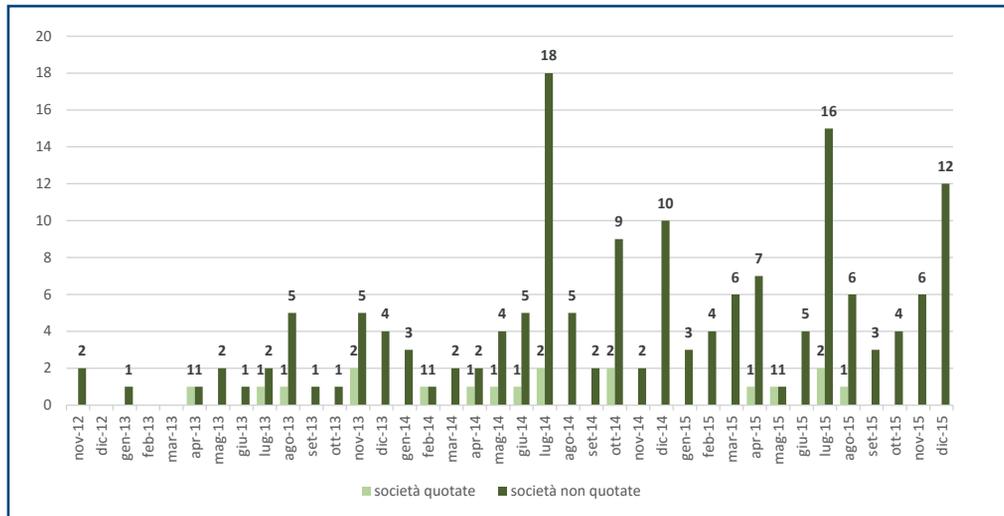
La Tabella 3.2 riassume le statistiche relative al valore nominale dell'emissione in funzione di alcune diverse caratteristiche dell'emittente. La distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni è invece riportata nella Figura 3.6, dove si nota che quasi la metà delle osservazioni mostra un controvalore compreso fra € 2 milioni e € 10 milioni. Ben 27 emissioni (pari al 15% del campione) non superano € 2 milioni.

Tabella 3.2
Statistiche sul controvalore nominale medio dell'emissione. Campione: 179 emissioni di mini-bond

(valori in milioni EUR)	Si	No
Emittente classificata come PMI	6,678	78,038
Emittente già quotata in Borsa	58,845	38,077
Emittente appartiene al settore finanziario	10,984	45,807
Media totale	40,166	

Mentre balza all'occhio la differenza evidente fra PMI e grandi imprese, non si vede una differenza enorme rispetto alla dimensione del collocamento fra emittenti quotate e non quotate. Il valore medio per l'intero campione è pari a € 40,166 milioni. Limitando l'attenzione alle imprese che non appartengono al settore finanziario, tale statistica sale a € 45,807 milioni.

Figura 3.5
Flusso temporale delle emissioni di mini-bond: società già quotate rispetto alle non quotate. Campione: 179 emissioni



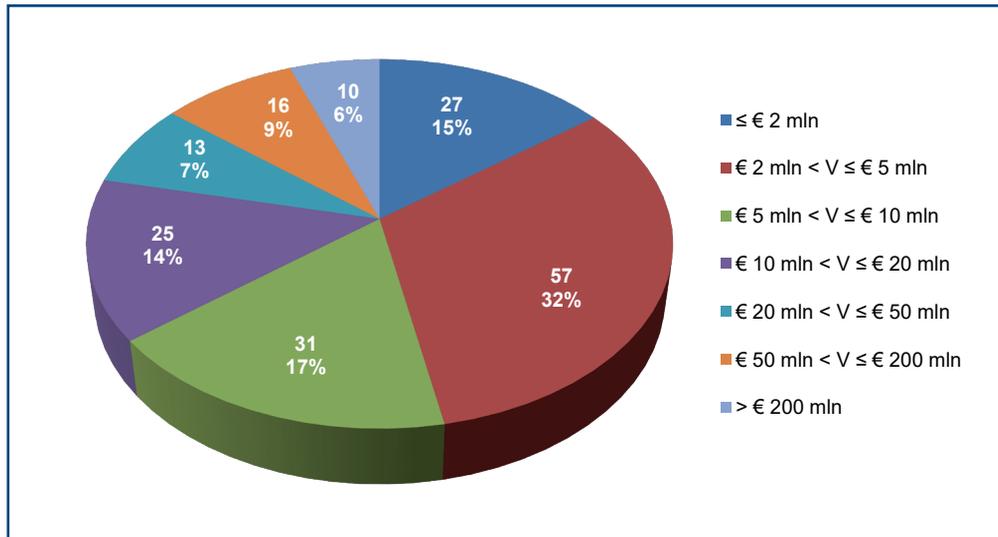


Figura 3.6

Distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni. Campione: 179 emissioni di mini-bond

Un'ultima nota statistica riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 179 mini-bond censiti (si veda la Figura 3.7). La grande maggioranza (136, pari al 76,0%) è stata quotata sul segmento ExtraMOT PRO (si veda il paragrafo dedicato nel Capitolo 1) mentre 35 (pari al 19,5%) non sono state quotate su alcun listino. In realtà se si considerano solo le emissioni del 2015 le non quotate aumentano fino al 29,5%. Esattamente come era stato previsto nel Report dello scorso anno, con l'avvento dei fondi di *private debt* la decisione di non quotare i mini-bond su alcun mercato borsistico è diventata più frequente. Alcuni titoli (si tratta dei mini-bond di Guala Closures, Rottapharm Madaus, Zobebe Holding, Salini Costruttori, Prada Group, Fincantieri, Torino Hotel Immobiliare, C.L.N. Coils Lamiere e Nastri) sono stati quotati su un listino estero in Europa (in Lussemburgo, Austria, Germania o Irlanda).



**Matteo Pigaiani
(Banca Finint)**

"Uno strumento di incontro efficiente ed efficace tra imprese e mercati dei capitali. La crescita continua degli investitori di private debt sia in Italia sia all'estero, nonostante la competitività attuale del sistema bancario, è indice delle aspettative di crescita di questo mercato"

Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei 179 mini-bond del campione, nonché 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 68, ovvero il 38,0% del campione). Abbiamo ben 20 titoli con scadenza inferiore a un anno: essenzialmente si tratta di cambiali finanziarie, ma nel dicembre 2015 è stata registrata anche l'emissione da parte di ETT S.p.A. di un'obbligazione *'short term'* della durata di 10 mesi, *callable*, con cedola annuale 4,50%, per un valore nominale di € 800.000. Abbiamo poi 22 collocamenti con scadenza strettamente superiore a 7 anni. Il

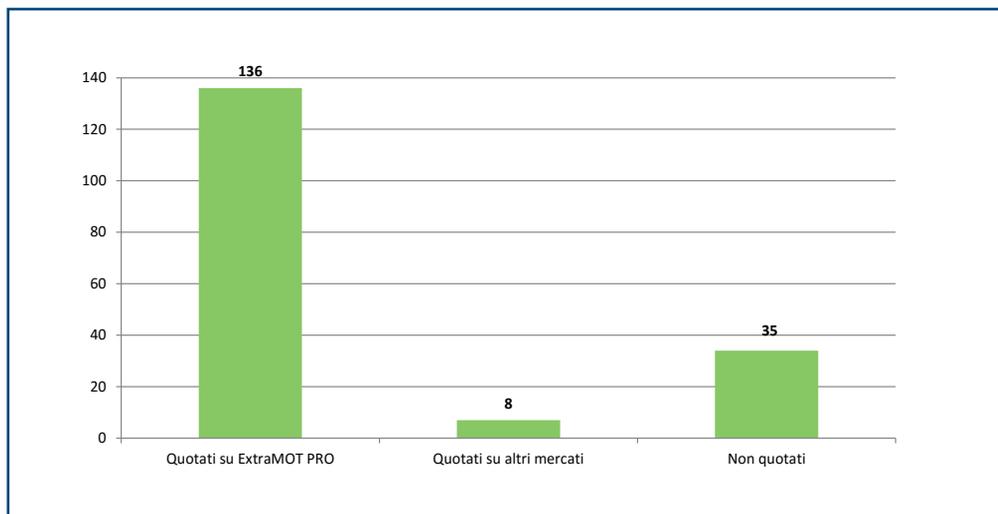
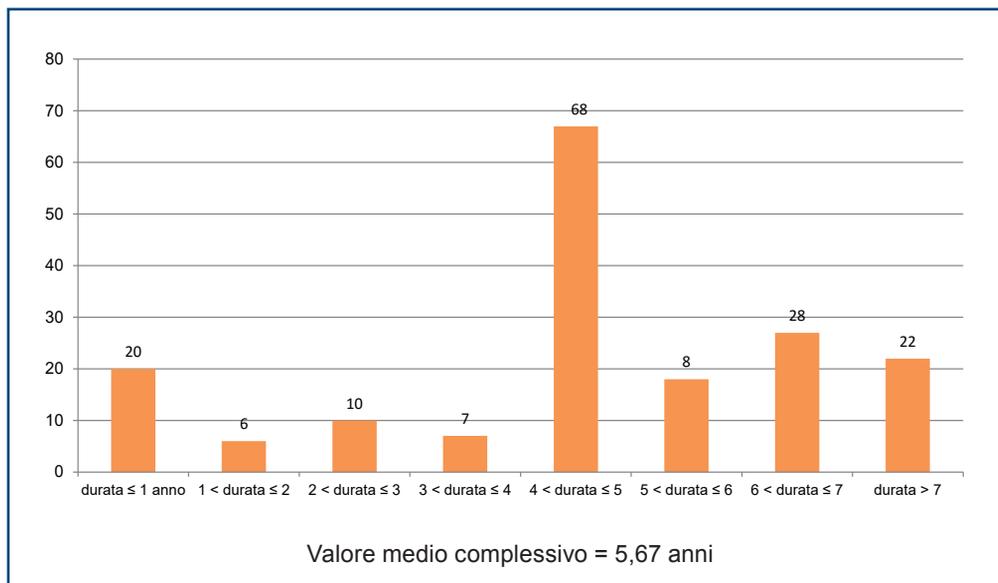


Figura 3.7

Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico. Campione: 179 emissioni

Figura 3.8
Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 179 emissioni di mini-bond



valore medio per tutto il campione è pari a 5,67 anni mentre il valore mediano è 5 anni. La Figura 3.9 evidenzia la tendenza del mercato nel 2015, rispetto al 2014. Si nota negli ultimi mesi una minore concentrazione sulla scadenza dei 5 anni, un incremento delle emissioni con scadenza inferiore all'anno (legato al 'rolling' delle emissioni passate) e una maggiore frequenza sulle scadenze 'lunghe'. La media per le emissioni 2015 è pari a 5,00 anni mentre per il 2014 è pari a 6,81 anni.

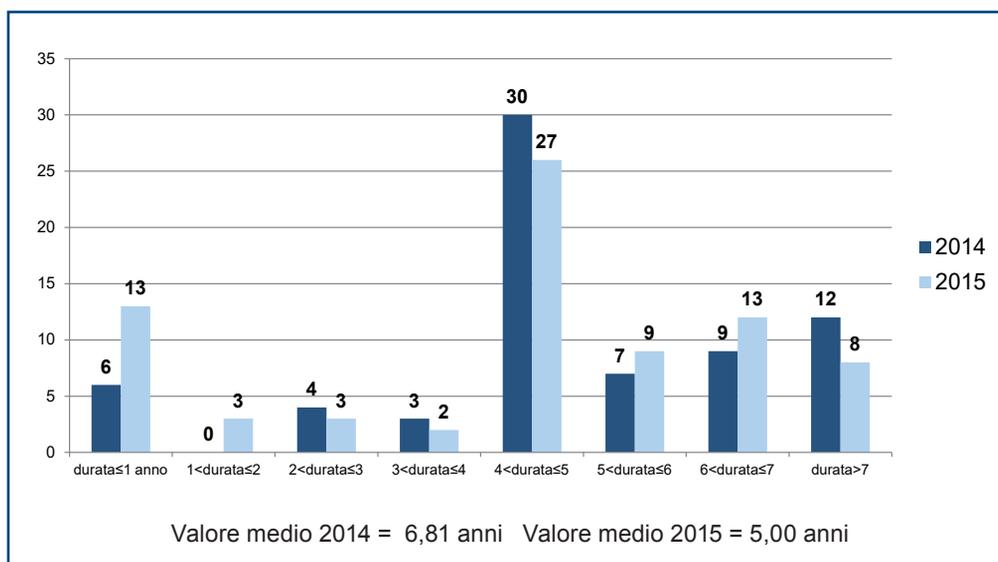
La Figura 3.10 mostra però una cosa interessante: c'è una differenza sensibile fra le emissioni delle PMI e quelle delle grandi imprese. Per il primo gruppo infatti la media è 5,29 anni: le scadenze sono più frequentemente 'brevi' (con la sola eccezione degli 'hydro-bond' originati nel 2014 e cartolarizzati con l'operazione Viveracqua - si veda il Report 2014 a pagina 31 - i quali hanno scadenza vent'anni) e si nota una dispersione più marcata. Le grandi imprese invece collocano mini-bond quasi sempre a cinque o a sette anni (la media è 6,10 anni).

Le emissioni (29 in totale) fatte da società che appartengono al settore finanziario hanno scadenza media pari a 2,94 anni. Invece, le 26 emissioni con valore nominale superiore a € 50 milioni hanno scadenza media abbastanza elevata, pari a 6,04 anni.

Le 18 emissioni fatte da società già quotate in Borsa si distribuiscono in maniera abbastanza uniforme con un valore medio pari a 4,72 anni.

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

Figura 3.9
Distribuzione della scadenza dei mini-bond: confronto fra 2014 e 2015



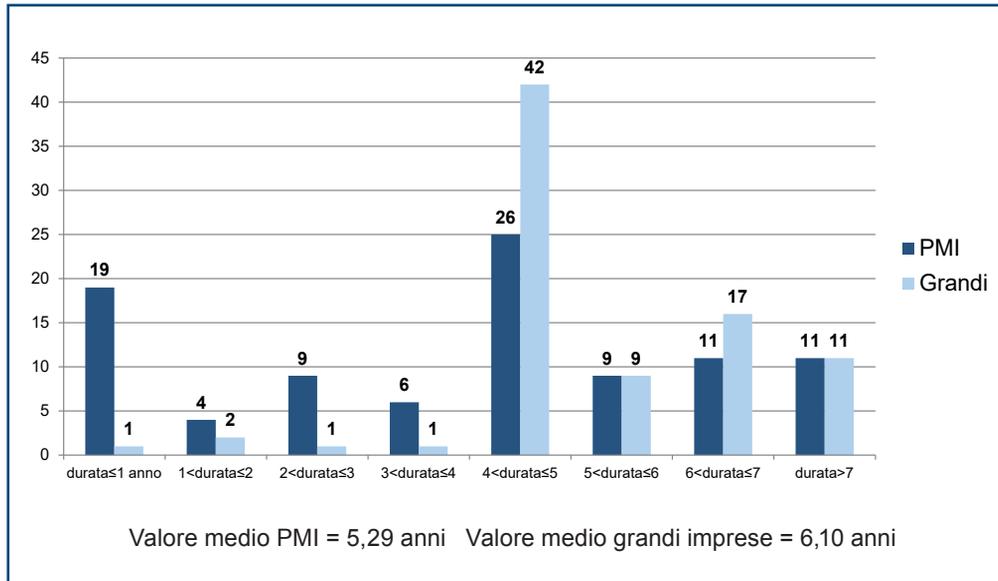


Figura 3.10

Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese.
Campione: 179 emissioni

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 58,8% dei casi) sebbene nel 2015 la frequenza delle emissioni *amortizing* sia relativamente aumentata. Quest'ultima modalità è 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.

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

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>
Tutto il campione	58,8%	41,2%
PMI	53,7%	46,3%
Grandi imprese	64,3%	35,7%
Società quotate in Borsa	83,3%	16,7%
Società non quotate in Borsa	55,9%	44,1%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	52,3%	47,7%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	96,2%	3,8%
Società non finanziarie	53,3%	46,7%
Società finanziarie	86,2%	13,8%
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	70,3%	29,7%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	39,7%	60,3%

Tabella 3.3

Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale.
Campione: 179 emissioni di mini-bond

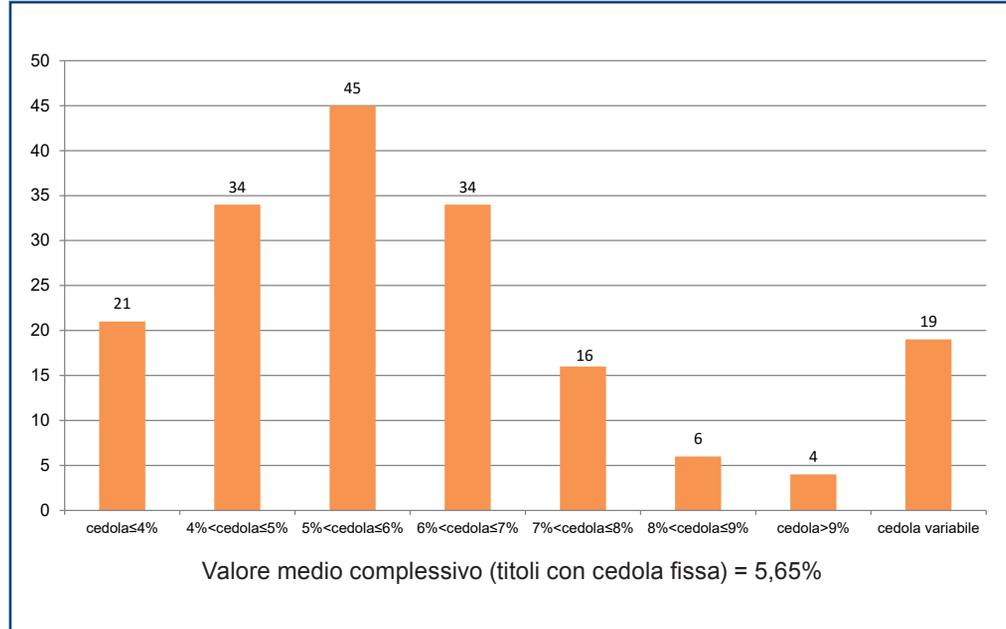
Per quanto riguarda la remunerazione del mini-bond, essa avviene attraverso il pagamento di una cedola periodica, definita in percentuale rispetto al valore nominale.

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 un tasso interbancario rappresentativo dell'equilibrio corrente sul mercato monetario).

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.

La Figura 3.11 evidenzia che la quasi totalità dei mini-bond del campione paga una cedola fissa: solo 19 emissioni (poco più del 10% dei casi) prevedono una cedola variabile,

Figura 3.11
Distribuzione della cedola dei mini-bond. Campione: 179 emissioni



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.

determinata sulla base del tasso Euribor² più un determinato *spread* che nel nostro campione varia fra 0,55% e 9,5%.

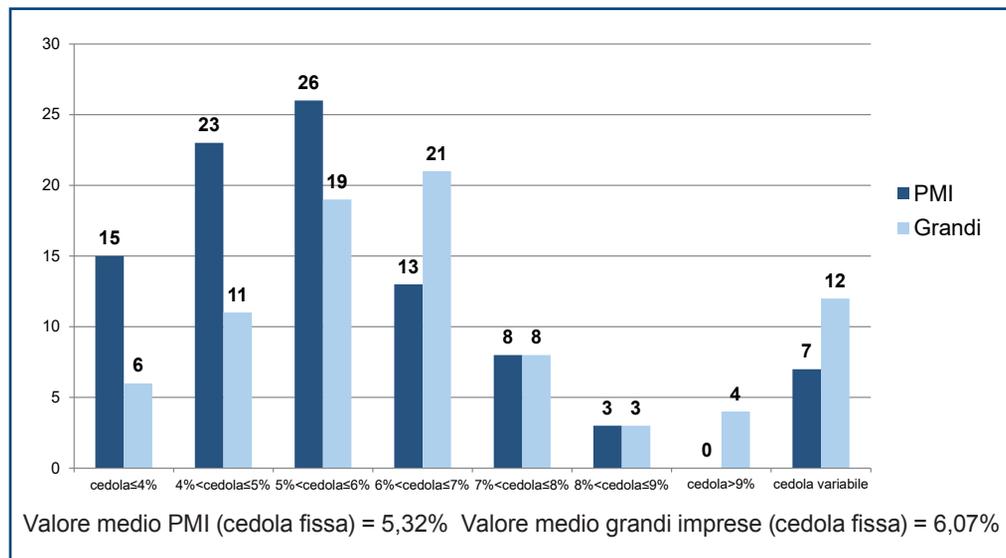
Negli altri casi la cedola si ‘concentra’ attorno a valori compresi fra il 5% e il 6%. Il valore medio è 5,65%, mentre il valore mediano è 5,7%.

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.

La Figura 3.12 riporta la distribuzione del valore della cedola distinguendo fra emissioni fatte da PMI e da grandi imprese. A prima vista può sembrare che il costo del debito per le grandi imprese sia maggiore rispetto alle PMI (i valori medi sono rispettivamente 6,07% e 5,32%), 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 3.13, che separa le emissioni sopra € 50 milioni dalle altre. Infatti i collocamenti più piccoli remunerano il

Figura 3.12
Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 179 emissioni



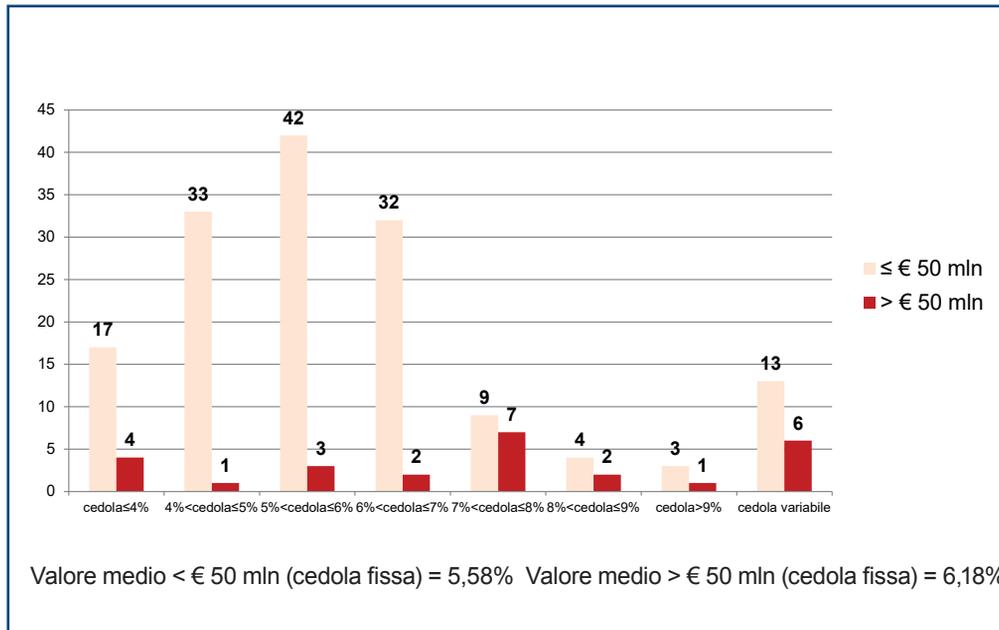


Figura 3.13

Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto 50 milioni EUR. Campione: 179 emissioni

capitale a condizioni migliori, ma anche in questo caso ciò è legato alla diversa *duration*. Focalizzando l'attenzione sulle emissioni che propongono cedole variabili, non si riscontrano significative differenze nella propensione a scegliere questa modalità fra PMI e grandi imprese, piuttosto che in funzione della dimensione dell'offerta.

Per tenere conto sia del fattore 'dimensione' che del fattore 'scadenza' la Figura 3.14 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 1 e fino a 4 anni (e lievemente a 5 anni), mentre si registrano valori più contenuti sulle scadenze a 6 anni e oltre.

La Figura 3.15 confronta la distribuzione del valore delle cedole per le emissioni del 2015 rispetto a quelle del 2014. Si nota una riduzione media della cedola di 76 punti base (da 5,83% a 5,07%). Le emissioni caratterizzate da cedola inferiore o uguale al 4% sono aumentate da 4 a 15 mentre sono scese da 24 a 15 quelle con cedola compresa fra 6% e 9%. 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 il mini-bond di Wiit è stato collocato a 98.

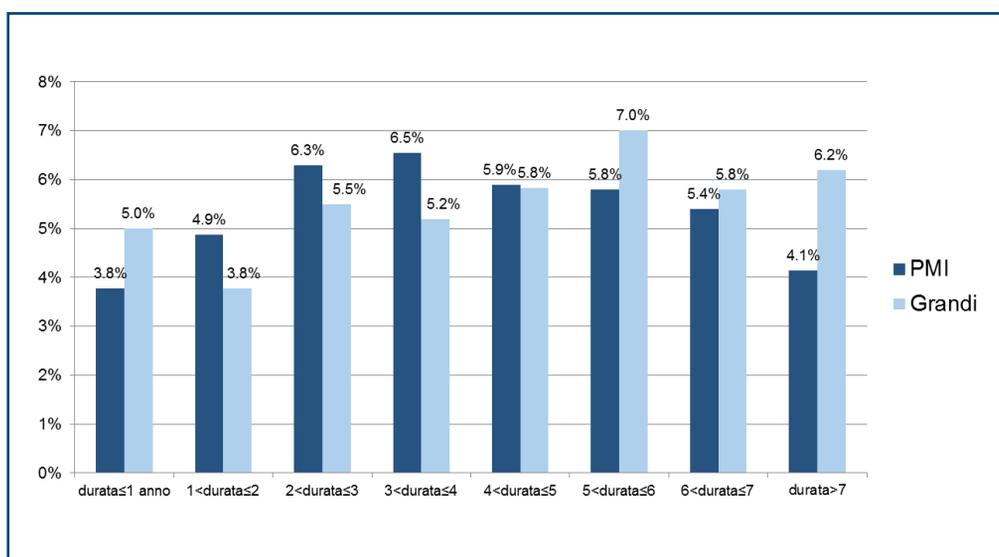
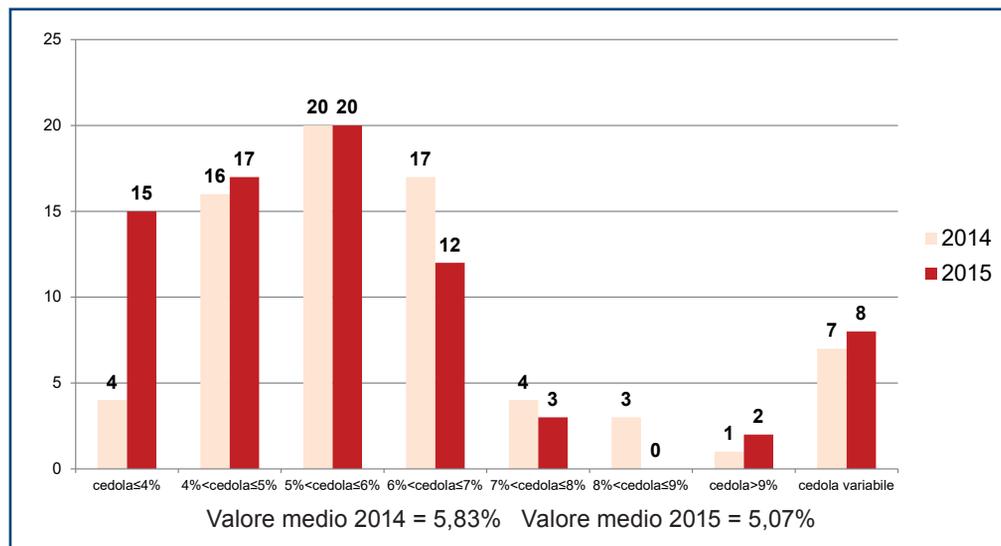


Figura 3.14

Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze. Campione: 160 emissioni con cedola fissa

Figura 3.15
La cedola dei mini-bond: confronto fra 2014 e 2015



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 capitale³.

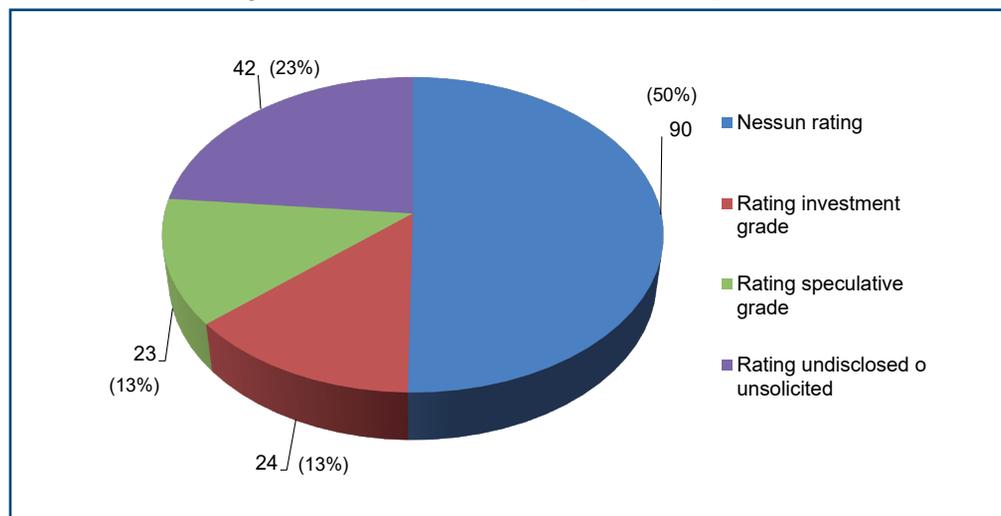
Ogni *rating agency* possiede una propria scala di valutazione, dove verrà 'posizionato' l'emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa.

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 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 3.16 evidenzia che praticamente metà delle emissioni non è accompagnata ad un *rating* (90 casi, pari al 50,3% del campione). Fra gli altri casi, abbiamo 24 emissioni (il 13,4%) associate a un *rating* 'investment grade' (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB nella scala utilizzata da Standard & Poor's, o equivalente) e 23 (12,8%) con *rating* inferiore alla soglia indicata ('speculative grade'). Infine abbiamo ben 42 emissioni (23,5%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non 'pubblico'.

³ Un maggiore approfondimento sulla tematica del *rating* è proposto nel Capitolo 4, pagina 53.

Figura 3.16
Presenza del *rating* sui mini-bond. Campione: 179 emissioni



La Tabella 3.4 ci fa meglio capire quali tipologie di emissioni ricorrono più probabilmente al *rating*.

Attribuzione del rating:	Nessun rating	Si (investment grade)	Si (speculative grade)	Si (undisclosed o unsolicited)
Tutto il campione	50,3%	13,4%	12,8%	23,5%
PMI	65,3%	3,5%	6,0%	25,2%
Grandi imprese	39,6%	24,1%	20,0%	16,3%
Società quotate in Borsa	51,3%	22,2%	5,6%	20,9%
Società non quotate in Borsa	49,6%	12,0%	13,7%	24,7%
Emissioni uguali o < 50 milioni EUR	55,3%	14,7%	4,6%	25,4%
Emissioni > 50 milioni EUR	32,4%	3,8%	61,5%	2,3%
Società non finanziarie	47,2%	14,3%	13,3%	25,2%
Società finanziarie	78,3%	6,9%	10,3%	4,5%
Mini-bond con scadenza < 5 anni	56,3%	16,2%	9,0%	18,5%
Mini-bond con scadenza = o > 5 anni	40,6%	7,7%	19,1%	32,6%

Tabella 3.4

Statistiche sull'attribuzione del rating.
Campione: 179 emissioni di mini-bond



Fabrizio Negri
(Cerved Rating Agency)

“Riscontriamo fra le imprese un interesse sempre più diffuso verso il rating, non necessariamente legato all'emissione di un mini-bond”

Il *rating* 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 più piccole e 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. Nelle PMI e nelle piccole emissioni c'è una probabilità relativamente più alta che venga chiesto dagli investitori (*unsolicited*).

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.

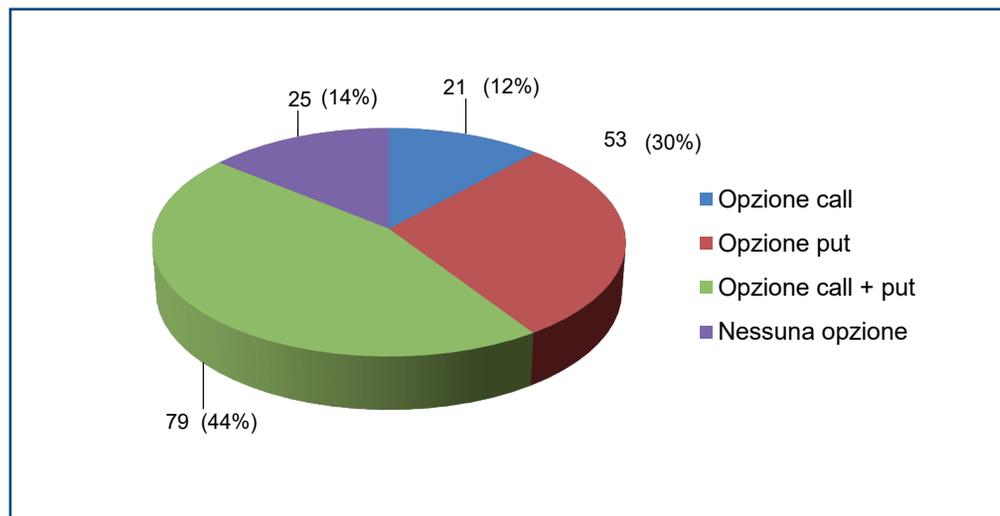
Esiste la possibilità, che si riserva l'emittente, di rimborso anticipato del titolo; in questo caso si parla di un mini-bond *callable*. In pratica vuol dire che, a discrezione dell'impresa, in futuro il titolo potrà essere rimborsato anche prima della scadenza. Ciò potrebbe risultare opportuno se l'emittente 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, poiché si tratta di un'opzione che sarà esercitata quando ad essa conviene.

Esiste però anche la possibilità opposta. Il mini-bond potrebbe essere *puttable*, ovvero prevedere la possibilità di rimborso anticipato, questa volta a discrezione del possessore. 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 179 mini-bond esaminati esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.17 evidenzia che quasi la metà del campione prevede entrambe le opzioni (79 emissioni pari al 44,1%). Vi sono invece 25 titoli (pari al 14,0% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *puttable* sono 53 (il 29,6%) mentre quelli solo *callable* sono 21 (11,7%).

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).

Figura 3.17
**Presenza di opzioni
call e/o *put*.**
**Campione: 179
 emissioni di mini-
 bond**



La presenza della sola opzione *call* è più comune fra le PMI e le società finanziarie. Curiosamente la sola opzione *put* è invece relativamente più frequente per le società quotate in Borsa. La presenza di entrambe le opzioni è molte frequente per le imprese e le emissioni di dimensione maggiore.

Tabella 3.5
**Statistiche
 sull'esistenza di
 opzioni *call* e *put*.**
**Campione: 179
 emissioni di mini-
 bond**

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put
Tutto il campione	14,0%	11,7%	29,6%	44,7%
PMI	21,1%	15,8%	27,4%	35,8%
Grandi imprese	6,0%	7,1%	32,1%	54,8%
Società quotate in Borsa	16,7%	5,6%	38,9%	38,9%
Società non quotate in Borsa	13,7%	12,4%	28,6%	45,3%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	15,7%	12,4%	33,3%	38,6%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	3,8%	7,7%	7,7%	80,8%
Società non finanziarie	10,0%	8,7%	32,7%	48,7%
Società finanziarie	34,5%	27,6%	13,8%	24,1%
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	19,8%	15,3%	26,1%	38,7%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	4,4%	5,9%	35,3%	54,4%

La tendenza nel 2015 ci ha mostrato un aumento della frequenza dell'opzione *put* mentre sono calate le emissioni con sola opzione *call* o con entrambe le opzioni.

Di nuovo con l'obiettivo di offrire una protezione agli investitori, l'emittente può prestare una garanzia rispetto ad un'eventuale insolvenza. In altre parole, gli investitori sono maggiormente tutelati perchè potranno rivalersi su di essa, a tutela del capitale. A parità di tutto il resto, la presenza di una garanzia può dunque 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'.

Nel campione delle 179 emissioni di mini-bond, come testimonia la Figura 3.18, la presenza di una garanzia è piuttosto rara (compare solo in 37 casi, pari al 20,7%). In genere si tratta di ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente o fidejussioni fornite da soggetti terzi.

Disaggregando il campione, la Tabella 3.6 ci mostra che la garanzia compare più frequentemente per le grandi emissioni 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

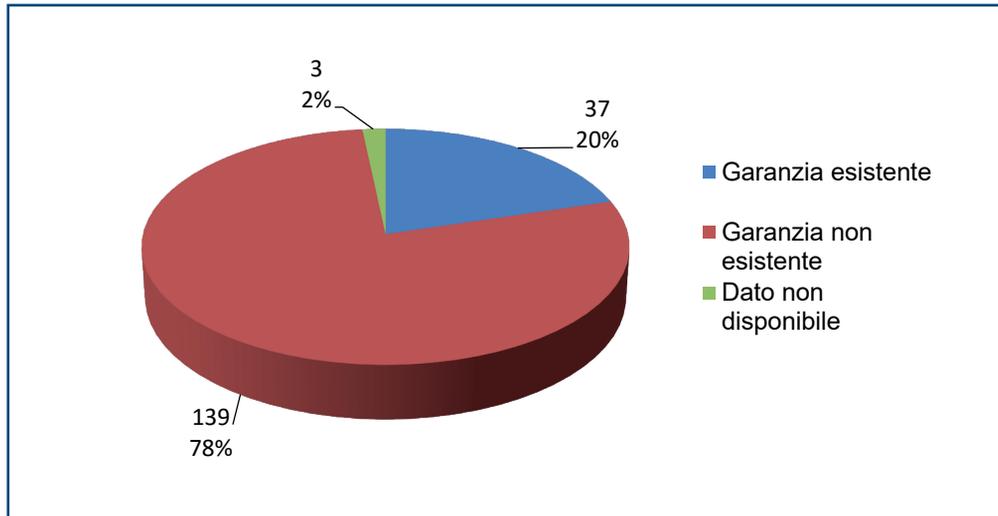


Figura 3.18

Presenza di garanzie relative al rimborso. Campione: 179 emissioni di mini-bond

capitale rispetto a emissioni *unsecured*. Anche le società finanziarie tendono ad evitare le garanzie.

Delle 78 emissioni collocate nel 2015, 11 (ovvero il 14,1%) prevedevano una forma di garanzia sottostante. Anche in questo caso si registra una diminuzione rispetto al 2014 legata alla maggiore frequenza di piccole emissioni e di PMI.

Presenza di garanzie per il rimborso:	Si	No	Non disponibile
Tutto il campione	20,7%	78,0%	1,3%
PMI	11,6%	88,4%	-
Grandi imprese	31,0%	65,5%	3,6%
Società quotate in Borsa	22,2%	72,2%	5,6%
Società non quotate in Borsa	20,5%	78,3%	1,2%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	15,7%	83,7%	0,6%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	50,0%	42,3%	7,7%
Società non finanziarie	23,3%	74,7%	2,0%
Società finanziarie	6,9%	93,1%	-
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	18,0%	80,2%	1,8%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	25,0%	73,5%	1,5%

Tabella 3.6

Statistiche sulla presenza di garanzie relative al rimborso. Campione: 179 emissioni di mini-bond

Infine trattiamo il tema degli eventuali *covenant* finanziari offerti dalla società emittente al momento dell'emissione.

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. La letteratura finanziaria dimostra che quando un'impresa è eccessivamente indebitata gli azionisti sono incentivati a selezionare investimenti molto rischiosi, poiché al peggio abbandoneranno l'impresa a se stessa, esercitando il beneficio della responsabilità limitata e trasferendo il rischio sui creditori (*risk shifting*). 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.

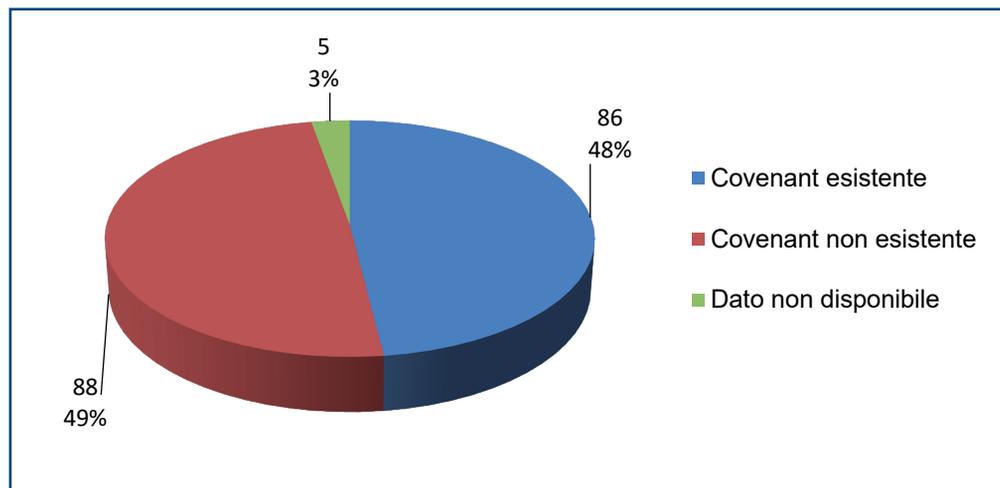
Esempi tipici sono il rispetto di determinati *ratio* patrimoniali (quali l'incidenza del debito finanziario o della posizione finanziaria netta rispetto al totale dell'attivo o al patrimonio netto, piuttosto che il rapporto fra margine operativo lordo e interessi sul debito,



Leonardo Frigiolini (Frigiolini & Partners)

"La fase di prima diffusione sul mercato e l'assenza di track record significativi impedisce di prezzare al meglio i mini-bond. Al crescere delle emissioni ci sarà un livellamento dei tassi che li renderà ancor più appetibili"

Figura 3.19
Presenza di *covenant* finanziari da rispettare.
Campione: 179 emissioni di mini-bond



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, se non si verificano determinate condizioni.

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 3.19 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è abbastanza frequente: compare infatti in 86 casi (pari al 48,0% del campione). La Tabella 3.7 mostra che non ci sono particolari correlazioni significative rispetto alle diverse tipologie di emittenti ed emissioni. 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 nelle pagine 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.

Osservando le emissioni del 2015, si nota infatti che 45 su 78 (più della metà, il 57,7%) prevedevano nel regolamento dei mini-bond un qualche *covenant*.

Tabella 3.7
Statistiche sulla presenza di *covenant* finanziari.
Campione: 179 emissioni di mini-bond

Presenza di <i>covenant</i> finanziari	Si	No	Non disponibile
Tutto il campione	48,0%	49,2%	2,8%
PMI	47,4%	51,6%	1,0%
Grandi imprese	50,0%	45,2%	4,8%
Società quotate in Borsa	44,4%	50,0%	5,6%
Società non quotate in Borsa	49,1%	48,4%	2,5%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	52,9%	45,8%	1,3%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	23,1%	65,4%	11,5%
Società non finanziarie	43,3%	53,3%	3,4%
Società finanziarie	24,1%	75,9%	-
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	42,3%	54,1%	3,6%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	58,8%	39,7%	1,5%

4. Gli attori della filiera

Nel corso del 2015, come previsto dal nostro Osservatorio, si è assistito ad una progressiva 'ingegnerizzazione' dell'industria dei mini-bond. I ruoli sono stati meglio chiariti, e alcune prassi di mercato si sono 'riadattate' ad un contesto parzialmente mutato rispetto agli anni precedenti.

La figura centrale nella filiera 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 a portali informativi specializzati.

In questo capitolo saranno esaminati i ruoli di tutti gli attori citati.

I consulenti finanziari: l'*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) e la progressiva diffusione della conoscenza di questo strumento nel tessuto imprenditoriale ha portato nel 2015 ad un arricchimento del novero dei principali protagonisti attivi e specializzati nei mini-bond.

Senza alcuna pretesa di essere esaustivi, fra i nomi più rappresentativi della ‘mappa’ del mercato si possono citare: ADB Analisi Dati Borsa (nel 2015 ha accompagnato 5 imprese all’emissione oltre alle 7 già affiancate negli anni precedenti, e annovera fra i clienti anche un fondo di *private debt*), Avvalor Corporate Solutions, Banca Intermobiliare, BSI Merchant, Deloitte Financial Advisory, Eidos Partners, JCI Capital, KNG Securities, KT&Partners, Mittel Advisor, MPS Capital Services, Pairstech Capital Management, Prader Bank, il gruppo Prometeia.

I consulenti legali

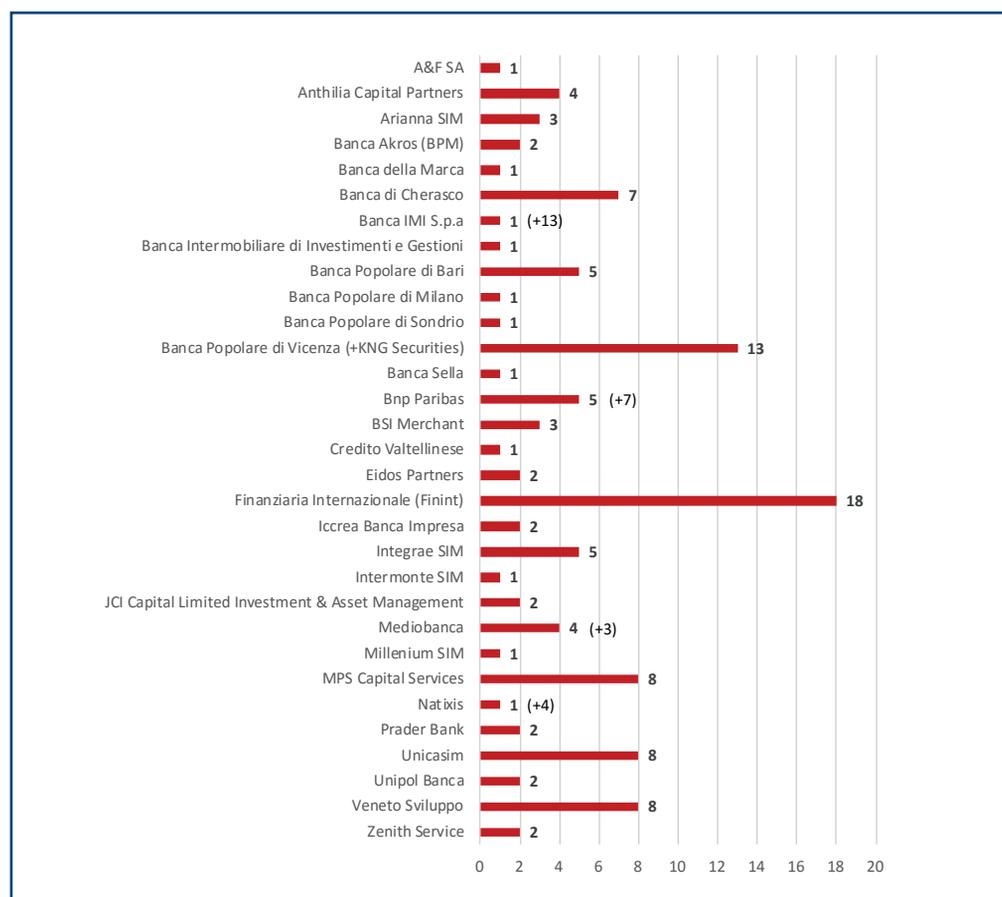
Il ruolo dei consulenti legali è importantissimo e delicato, perchè andranno a verificare il rispetto delle normative in essere, la correttezza delle procedure attuate e l’implementazione dei contratti fra le parti, nonchè del Regolamento del prestito. Soprattutto si tratterà di identificare i modi più 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 finora nell’industria: Orrick (che vanta il *track record* più rilevante), Chiomenti, Galante e associati, Hogan Lovells, Simmons&Simmons, studio legale Barbieri. Alcune operazioni sono state seguite da Latham&Watkins, NCTM, R&P Legal, Watson Farley & Williams.

L’arranger

L’arranger è incaricato del vero e proprio collocamento dei titoli, e per conto dell’impresa emittente si interfacerà con il mercato dei potenziali investitori. Si tratta quindi di una figura chiave. Utilizzando le informazioni prodotte dall’impresa ed elaborate dagli

Figura 4.1
Gli arranger delle 152 emissioni di mini-bond sotto 50 milioni EUR (fra parentesi le emissioni sopra 50 milioni EUR gestite in aggiunta)



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 i principali *player* in questo segmento, in funzione del numero di collocamenti di mini-bond inclusi nel campione analizzato nel Capitolo 3. La lista è limitata ai soli collocamenti sotto € 50 milioni, quelli di maggiore interesse per l'Osservatorio, ma fra parentesi sono anche indicati in aggiunta i collocamenti sopra tale soglia, curati dallo stesso soggetto.

Si nota che i *leader* al momento risultano essere Finanziaria Internazionale (Finint) con 18 collocamenti nel nostro campione (comprese 2 emissioni collocate *in house* dalla capogruppo) e Banca Popolare di Vicenza (13 collocamenti, in cui occorre precisare che per la parte destinata a investitori esteri KNG Securities compariva come *joint lead manager*). Seguono MPS Capital Services e UnicaSIM (8 emissioni). Pure Veneto Sviluppo può vantare 8 collocamenti, tutti relativi però all'operazione Viveracqua Hydrobond del 2014. Limitando l'attenzione alle sole operazioni del 2015 Finint guida la classifica (con 8 *deal*) seguita da Banca Popolare di Bari, MPS Capital Services e UnicaSIM.

Se però consideriamo anche le emissioni sopra € 50 milioni, si aggiunge sul podio nel campione complessivo BancaIMI (con 14 collocamenti) seguita da Unicredit e BNP Paribas (a quota 12). In generale si conferma una netta separazione fra i due mercati, con operatori di grande *standing* europeo impegnati quasi esclusivamente sui grandi collocamenti.

Per completare il quadro citiamo anche la piattaforma di Epic SIM dove imprese emittenti di mini-bond e investitori professionali (istituzionali e privati qualificati) si incontrano direttamente, con l'eventuale supporto di garanzie del Fondo Centrale e delle finanziarie regionali. Su Epic è possibile manifestare interesse anche per una selezione di titoli già emessi (18 a fine 2015), sia nel caso in cui l'emissione avvenga in esclusiva sulla piattaforma, sia nel caso contrario.

Altro *marketplace* aperto ai mini-bond è quello di PiattaformaPMI.it, il portale nato su iniziativa di Eidos Partners, società indipendente di consulenza finanziaria, e realizzato con il supporto tecnico di Officine CST, gruppo specializzato nella gestione del credito. Le opportunità finora pubblicate sono state 8.

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* (si veda il Capitolo 5) 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*).

Gli attori nazionali che finora si sono distinti sul mercato per il maggiore attivismo sulle



Alessandro Accrocca (Orrick)

"I mini-bond sono un valido strumento alternativo per le PMI al beneficio della diversificazione delle fonti di finanziamento attraverso l'accesso al mercato si unisce una necessaria e positiva evoluzione in termini di trasparenza ed efficienza per l'impresa. Agli investitori, tali strumenti offrono opportunità di rendimenti interessanti con un proprio mercato di riferimento."

emissioni di taglia minore sono due: Cerved Rating Agency (con 24 valutazioni di *rating solicited* all’attivo, di cui 3 ‘private’ più 23 valutazioni *unsolicited*) e Crif Rating Agency (con 8 giudizi *solicited* e 19 *unsolicited*).

Le ‘big three’ estere citate nelle righe precedenti intervengono nel *rating* praticamente solo nelle emissioni da € 100 milioni in su (18 casi nel nostro campione).

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, fondi chiusi, fondi speculativi, fondi pensione), banche, SIM, casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni. Con gli interventi normativi del 2014 (si veda il Capitolo 1) la platea è stata allargata alle società assicurative.

L’Osservatorio nel corso del 2015, grazie alla collaborazione di molti operatori della filiera, ha potuto ricostruire la ‘mappa’ degli investitori per un numero significativo di emissioni sotto € 50 milioni, perlomeno sul segmento primario (ovvero al momento dell’emissione - è invece complesso monitorare gli scambi successivi sul secondario). La Figura 4.2 riassume i risultati, che offrono una copertura del campione pari al 72% del controvalore raccolto e quindi ampiamente rappresentativa.

I fondi chiusi di debito si piazzano al primo posto, con una quota di mercato pari al 35,8%, in rapida crescita rispetto al 2014. Se consideriamo infatti le sole emissioni del 2015, la percentuale è addirittura pari al 55%. È interessante poi osservare che le banche, teoricamente in concorrenza con il mercato dei mini-bond, siano comunque fra i sottoscrittori più importanti (14,9% per le banche italiane e 15,3% per le banche estere, la cui quota è però molto diminuita nel 2015 ed è legata quasi esclusivamente all’intervento della BEI). Seguono i fondi di investimento esteri (11,4%), le SGR nazionali, che includo-

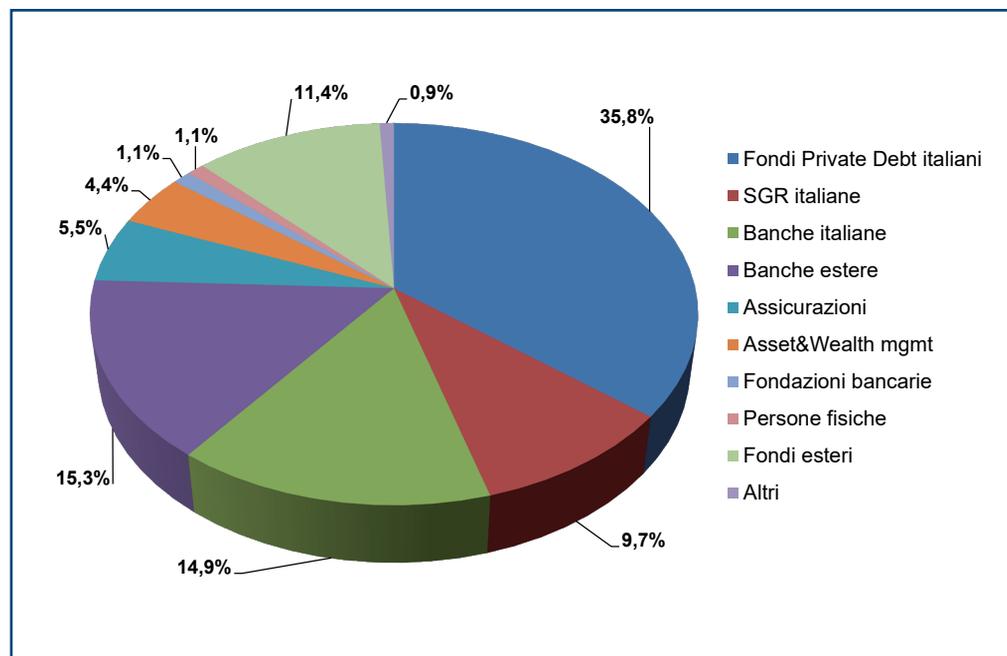


Andrea Podestà
(KNG Securities)

“I mini-bond risultano uno strumento dalle grandi potenzialità in un sistema bancocentrico come quello italiano, permettendo un efficiente incontro tra le esigenze delle PMI e quelle degli investitori. Anche per questo motivo abbiamo riscontrato un crescente interesse verso questo strumento da parte degli investitori internazionali”

Figura 4.2

La ‘mappa’ degli investitori nei mini-bond: indagine su 152 emissioni sotto 50 milioni EUR (copertura del campione pari al 72%)



no i mini-bond nelle loro gestioni di fondi aperti e di portafogli individuali (9,7%). Per quanto riguarda le assicurazioni, la loro quota nel 2015 è incrementata arrivando fino al 5,5% (sfiorano il 10% degli investimenti negli ultimi 12 mesi).

Nel capitolo 5 (pagina 60) forniamo un elenco di dettaglio dei fondi di *private debt* che hanno investito nei mini-bond italiani. I più attivi sono stati Duemme Fondo per le imprese (€ 84 milioni investiti¹), Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio (oltre € 70 milioni investiti), Euregio Minibond di Pensplan Invest (€ 54,7 milioni), Minibond PMI Italia di Finint (€ 54,5 milioni), il Fondo Strategico del Trentino-Alto Adige (€ 51,5 milioni).

Fra le banche, si distinguono la Banca Popolare di Vicenza, che ha investito direttamente oltre € 60 milioni, la Banca Popolare di Milano (oltre € 5 milioni) e la Banca Popolare di Bari (oltre € 4 milioni).

Infine, registriamo anche l'attivismo delle finanziarie regionali; Finlombarda ha investito € 58 milioni nel mini-bond di Ferrovie Nord Milano e ha finanziato il 'Progetto minibond' di Regione Lombardia volto a sostenere le imprese emittenti con *voucher* e agevolazioni; Veneto Sviluppo è intervenuta direttamente nell'operazione 'hydro-bond' e nel 2015 ha lanciato il progetto 'Veneto Minibond' insieme alle BCC della regione; per non parlare dell'intervento indiretto delle finanziarie delle province autonome di Trento e Bolzano nei fondi di investimento promossi a livello locale.

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 pratiche abbastanza standardizzate (sebbene la normativa sia recentemente cambiata, si veda il Box 4.2), 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 sono BNP Paribas Securities Services, Deutsche Bank e 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).

Gli attori più rappresentativi nel mondo dei mini-bond sono 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.

TARGET2-Securities (T2S) è il nuovo sistema di *settlement* europeo creato dall'Eurosistema per consentire la regolazione delle transazioni in titoli all'interno dell'area Euro. Si tratta di un sistema che non riguarda solo i mini-bond, ma anche tutti i titoli mobiliari emessi dalle imprese. T2S prevede la creazione di un'unica piattaforma tecnica comune a tutti i mercati per il regolamento contestuale delle transazioni in titoli - domestiche e transfrontaliere - sia per la parte titoli che per quella *cash*. Esso risponde a tre principali finalità:

- consentire agli intermediari di regolare tutte le transazioni in titoli concluse sui mercati europei utilizzando un unico conto di regolamento;
- ridurre sensibilmente il costo di regolamento delle transazioni transfrontaliere e renderlo uguale a quello delle transazioni domestiche;
- armonizzare le prassi operative e standardizzare i processi di regolamento.

Da settembre 2015 anche il mercato italiano è migrato all'interno di questa piattaforma. L'impatto iniziale, soprattutto per gli emittenti '*non frequent*' di titoli obbligazionari, è stato notevole. L'aumento degli adempimenti e l'allungamento del processo di apertura della relazione con le diverse controparti centrali ha nei fatti aumentato il tempo necessario per finalizzare il processo di emissione del prestito obbligazionario.

¹ I valori riportati sono relativi in gran parte, ma non solo, a investimenti nei mini-bond.



Stefano Bondioli (BNP Paribas Securities Services)

"I requisiti imposti da Basilea 3 e la politica monetaria della BCE saranno gli elementi chiave per il futuro dei mini-bond in Italia nell'ottica di diversificazione del funding a medio e lungo termine"

Box 4.1

Il sistema di pagamenti europeo TARGET2-Securities

Box 4.2

**Il Consorzio
Camerale per il
Credito e la Finanza**

Il Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza nasce nel 1986 con l'obiettivo di coordinare le iniziative delle CCIAA italiane sulla Borsa Valori. Assume la sua denominazione attuale nel 2004, con la missione di curare la progettazione e la realizzazione di iniziative per migliorare l'accesso delle PMI al mercato del credito e dei capitali di rischio, oltre alla promozione e al supporto per lo sviluppo di nuove e più articolate forme di finanza per i sistemi locali.

Il Consorzio è partecipato da Unioncamere Nazionale, Unioncamere Lombardia, e da alcune delle principali Camere di commercio provinciali.

Oggi il Consorzio Camerale opera come ente funzionale per tutto il sistema delle Camere di commercio italiane e collabora con le altre istituzioni di prossimità. Esso fornisce servizi di analisi, proposta e orientamento strategico e supporto operativo sui temi del credito e della finanza per le PMI.

I temi approfonditi dal Consorzio Camerale sono diversi: il finanziamento bancario, gli strumenti finanziari complementari al canale bancario (*private equity, venture capital, crowdfunding*), le *start-up innovative*, gli effetti sulle PMI delle normative Basilea 2 e Basilea 3, il ruolo dei Confidi nella garanzia del credito.

Sul tema dei mini-bond nel 2015 il Consorzio ha proseguito nell'organizzazione di incontri e seminari presso le sedi camerali italiane. Ampio spazio è stato dato nella newsletter "Appunti" che viene pubblicata periodicamente.

Internet: www.consorziocamerale.eu

Non è raro che i tre ruoli sopra menzionati siano coperti dallo stesso istituto, o dallo stesso gruppo bancario.

Portali dedicati ai mini-bond

La nascita dell'industria dei mini-bond in Italia ha determinato anche l'ingresso nella filiera di operatori che, attraverso portali dedicati, contribuiscono a diffondere informazioni sullo sviluppo del settore.

BeBeez.it

Il portale informativo BeBeez.it è una testata giornalistica *online* registrata presso il Tribunale di Milano, nata da un'idea di Stefania Peveraro e Anna Gervasoni.

BeBeez si propone come una vera e propria *community* e propone informazioni, notizie, studi e spunti di riflessione utili ai *manager* delle aziende e agli investitori in titoli mobiliari per la loro attività.

Il nome BeBeez significa 'sii operoso' e fa riferimento all'ape, un piccolo animale, ma molto attivo e dinamico, come sono le aziende di cui BeBeez parla e alle quali si rivolge. Sul sito di BeBeez esiste una sezione dedicata al tema del *private debt*, che pubblica frequenti notizie sul mondo dei mini-bond e sui suoi protagonisti: nuove emissioni, fondi di investimento, imprese emittenti.

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.



Andrea Silvello
(MinibondItaly.it)

"Il mercato dei minibond cresce, lentamente, ma cresce! Maturity, tasso di interesse e taglio medio in costante e progressiva diminuzione"

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, con la partnership di Roberto Culicchi (Hogan Lovells) e Massimiliano Bonamini (SIRA).

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.

Sul sito, registrato da Alessandro Frezza, vengono proposte informazioni e notizie, e vi è la possibilità da parte delle imprese interessate ad eventuali collocamenti di mini-bond di ottenere un consulto.

Minibond.eu

Promosso da Twin Advisors (società britannica di consulenza fondata da Alessandro Sannini e Alessandro Santo), 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.

OIMB (Organismo Italiano Mini-Bond e Mid Market Finance)

L'OIMB è un organismo privato senza scopo di lucro impegnato nello sviluppo del mercato dei mini-bond e degli strumenti finanziari per le piccole e medie imprese promuovendo il raccordo tra tutti gli *stakeholder* e gli attori del mercato finanziario italiano ed internazionale, le imprese e le associazioni datoriali, gli enti e le istituzioni governative, le università ed il mondo accademico in genere.

OIMB promuove su base stabile ed organizzata ogni attività tesa a favorire il dialogo e l'interazione tra tutti i soggetti interessati allo sviluppo del ricorso al mercato finanziario delle piccole e medie imprese. Particolare attenzione viene dedicata alla ricerca accademica sul tema dei mini-bond, sia a livello italiano che europeo.

Il direttivo è composto da personalità del mondo accademico, del mercato finanziario e delle imprese: il professor Marco Lacchini, Pro-Rettore dell'Università di Cassino (presidente), Ermanno Mantova (segretario generale), Marco Zanchi (vice-presidente responsabile dei rapporti istituzionali), Angelo Paletta (direttore scientifico).

Expo 2015 ha contribuito a mettere in evidenza da un lato l'importanza che il comparto agro-alimentare ha per l'economia italiana e, dall'altro, la necessità di supportarlo con strumenti finanziari adeguati per affrontare con successo la competizione internazionale. Per rispondere a questa esigenza nel 2015 è stato avviato il progetto 'Finance 4 Food' che si prefigge di accompagnare sul mercato dei mini-bond un gruppo di trenta PMI, campioni nazionali di eccellenza nel settore del *food*, per poi organizzare, in una seconda fase, la cartolarizzazione delle emissioni stesse e il ri-collocamento presso investitori qualificati italiani ed esteri, previa la copertura di garanzia che renda questi strumenti di finanza alternativa ancora più appetibili.

Si tratta di un progetto di respiro nazionale, che ha ricevuto il patrocinio del Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza e che coinvolge molti altri *player* di filiera in tutta Italia, quali Camere di Commercio (Bolzano, Chieti, Ferrara, Firenze, Genova, Mantova, Milano, Modena, Reggio Calabria, Rieti, Salerno, Udine e Varese), sezioni di Confindustria, professionisti del settore, Confidi, finanziarie regionali e banche del territorio. Promotore dell'iniziativa è Frigiolini & Partners Merchant.

Box 4.3

Finance 4 Food

5. I fondi di *private debt*

In questo capitolo descriviamo l'operativa dei fondi di *private debt*, che nel 2015 - come evidenziato nel Capitolo 4 - hanno significativamente incrementato la propria attività sul mercato, pur con alcune difficoltà legate al *fundraising*.

Censimento dei fondi di mini-bond attivi a fine 2015

Il meccanismo di funzionamento di un fondo di mini-bond è molto semplice. Si tratta di un veicolo di investimento (di diritto italiano o estero) che alloca le proprie risorse prevalentemente o esclusivamente in titoli di debito. Esso raccoglie 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.

Un anno fa avevamo scritto che gli strumenti che hanno favorito la nascita di diversi fondi di mini-bond sul mercato italiano, sono stati essenzialmente due:

1. gli interventi normativi, descritti nel Capitolo 1, che hanno esteso i vantaggi della garanzia del Fondo centrale dello Stato anche ai sottoscrittori di quote di fondi di mini-bond, sotto determinate condizioni;
2. la decisione del Fondo Italiano d'Investimento di destinare un consistente *plafond* alla sottoscrizione di quote di fondi di mini-bond (o meglio, più in generale a strumenti di debito) attraverso un processo di selezione fra i *player* candidabili.

A distanza di un anno è possibile affermare che per quanto riguarda il primo punto, risulta che solo alcuni fondi abbiano approfittato del vantaggio offerto dalla normativa (ad esempio quello gestito da Anthilia SGR) mentre il Fondo Italiano d'Investimento ha deliberato l'investimento in 10 fondi per un *commitment* di circa € 300 milioni (si veda il Box 5.1), anche se in molti casi il versamento effettivo non è ancora stato liquidato, dati i vincoli sul co-investimento. Si è riscontrato che l'attività di *fundraising* è risultata in molti casi più difficoltosa del previsto, così come l'individuazione delle imprese *target*: alcuni fondi hanno dovuto rivedere i Regolamenti introducendo criteri di selezione meno stringenti, altri hanno rivisto al ribasso le aspettative relative agli obiettivi di raccolta, altre iniziative sono rimaste solo sulla carta.

Sulla base delle informazioni ricavate da Internet, da fonti pubblicamente disponibili e da interviste con i gestori dei fondi stessi, abbiamo classificato i fondi che investono in mini-bond, in funzione dello stato di operatività.

La Tabella 5.1 riporta l'elenco dei fondi focalizzati sui mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 avevano già in portafoglio uno o più investimenti, considerando laddove disponibile il totale raccolto, l'obiettivo complessivo di *fundraising* e l'elenco dei mini-bond del nostro campione in cui hanno investito.



**Anna Gervasoni
(AIFI)**

"I fondi di debito hanno dimostrato di essere dei compagni di viaggio importanti per le imprese in sviluppo.

AIFI si sta impegnando sul fronte degli investitori istituzionali che nel nostro Paese devono credere maggiormente in questa asset class"

Tabella 5.1
I fondi di mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 avevano già effettuato investimenti

	Fondo	Raccolta al 31/12/2015 (milioni EUR)	Obiettivo di raccolta totale (milioni EUR)	Investimenti effettuati nei mini-bond del campione	Società di gestione o veicolo
1	Fondo Sviluppo Export	n.d.	350	SCM Group	Amundi SGR
2	Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio	202 di cui investiti 70,5	230	IMI FABI FRI-EL Biogas Geodata Eng. Exprivia Healthcare IT Asja Ambiente Coleman (Med. Futura) Isaia&Isaia Cartiere Villa Lagarina Industrial Sirio	Anthilia Capital Partners SGR
3	BNP Paribas Bond Italia PMI	60 di cui investiti 15	150	S.I.G.I.T. Inglass	BNP Paribas Inv. Partners SGR
4	Duemme Fondo per le Imprese	104 di cui investiti 84,4	Raccolta chiusa a 104	Selle Royal E.s.t.r.a. Coswell Sipcam TBS Group Dedagroup Olsa L.E.G.O. EGEA Ferrarini Micoperi Ligabue Noemalife	Duemme SGR
5	Euregio Mini-Bond	63 di cui investiti 54,7	100	GPI SEA FRI-EL Biogas Cipriani Profilati Alto Garda Servizi TechnoAlpin Holding Energie Cartiere Villa Lagarina Diatex Capi group	PensPlan Invest SGR
6	Fondo Strategico Trentino-Alto Adige	223 di cui investiti 51,5	500	GPI Nosio Cartiere Villa Lagarina Expert System Marangoni Meccanica SG Elettrica Aquafil Frener&Reifer Pama	Finanziaria Int. Inv. SGR
7	HI Crescitalia PMI Fund	n.d. di cui investiti 4	75	Matica System Wiit	Hedge Invest SGR
8	Minibond PMI Italia	59 di cui investiti 54,5	150	Eurotranciatura Gruppo PSC Molinari MEP Corvallis Holding Usco Pasta Zara Settentrionale Trasporti FAB Cartiere Villa Lagarina Ferrarini Industrial Renco Proma	Finanziaria Int. Inv. SGR
9	Muzinich Italian Private Debt Fund	215 di cui investiti 49	250	Eco Eridania	Muzinich & Co Ltd



Filippo Di Naro
(Duemme SGR)

"L'eccellenza del made in Italy fa bene al portafoglio: i mini-bond sostengono l'economia reale e gli investitori alla ricerca di rendimenti stabili con un livello di rischio contenuto"

(segue)

Tabella 5.1

I fondi di mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 avevano già effettuato investimenti

	Fondo	Raccolta al 31/12/2015 (milioni EUR)	Obiettivo di raccolta totale (milioni EUR)	Investimenti effettuati nei mini-bond del campione	Società di gestione o veicolo
10	Pioneer Progetto Italia	50 di cui investiti 32	100	E.s.t.r.a. Trevi Finanziaria Ind. Ferrarini Moncaro CMD Costr.Motori Diesel QS group Industrial Tecnocap	Pioneer SGR
11	Progetto Minibond Italia	52 di cui investiti 15	100	Rigoni di Asiago EGEA Essepi Ingegneria Cartiere Villa Lagarina Industrial Renco Group Gino	Zenit SGR
12	Tenax Italian Credit Fund plc	100 di cui investiti 25	150	MEP Thermokey	Tenax Capital Ltd

Sommando gli investimenti effettuati dai 12 fondi elencati, si evidenzia un totale di circa € 455 milioni, benchè non tutti investiti nei mini-bond del nostro campione (i fondi spesso possono investire anche in altri strumenti simili, e in alcuni casi i valori riportati comprendono flussi di *bridge financing* che saranno perfezionati nel 2016 con l'emissione di titoli mobiliari).

Fondo Italiano d'Investimento SGR è una società nata nel 2010 con l'obiettivo di contribuire attraverso l'istituzione di fondi chiusi al finanziamento delle aziende nazionali di media dimensione, incentivando i processi di aggregazione tra le imprese minori, al fine di renderle maggiormente competitive anche sui mercati internazionali.

Il primo fondo mobiliare chiuso, dedicato ad investimenti nel capitale di rischio di società di piccole e medie dimensioni operanti nei settori dell'industria, commercio e servizi, ha raccolto € 1,2 miliardi dai gruppi bancari italiani e opera sia attraverso investimenti diretti, sia tramite investimenti indiretti in altri fondi. Nei suoi primi cinque anni di attività, tra interventi diretti e indiretti, ha sostenuto oltre 160 aziende italiane.

Nella seconda metà del 2014 sono stati lanciati due nuovi fondi di fondi, uno dedicato al mercato del *venture capital* e uno a quello del *private debt* per le imprese italiane, che interessa direttamente il mercato dei mini-bond. Esso nasce infatti con l'obiettivo di sostenere la nascita e il duraturo sviluppo del mercato italiano del *private debt*, dedicato alle imprese di piccole e medie dimensioni. Per raggiungere il suo obiettivo, il fondo investe in fondi o altri veicoli operanti stabilmente in Italia per un importo massimo del 50% della size totale, le cui politiche di investimento siano focalizzate su mini-bond (quotati e non) e su crediti di PMI italiane 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.

I fondi che riceveranno le sottoscrizioni potranno anche investire, in misura non eccedente il 20% degli importi sottoscritti dal Fondo Italiano, in partecipazioni di minoranza al capitale di rischio delle imprese emittenti; dovranno inoltre essere gestiti da professionisti con comprovata esperienza finanziaria e non potranno a loro volta investire in altri fondi.

Nel 2015 il fondo ha raccolto sul mercato € 335 milioni (€ 250 milioni dalla Cassa Depositi e Prestiti, il resto da Intesa Sanpaolo, Icbpi, Credito Valtellinese e Poste Vita), con altre manifestazioni di interesse ricevute da assicurazioni, casse previdenziali e fondi pensione ed in corso di completamento. Il consiglio di amministrazione ha inoltre deliberato i primi 10 investimenti in: Antares AZ I gestito da Futurimpresa SGR, Anthilia Parallel Fund gestito da Anthilia SGR, Equita Private Debt Fund, Fondo di Debito Sostenibile gestito da IGI SGR, Fondo Impresa Italia gestito da Riello Investimenti Partners SGR, Fondo di Debito per lo Sviluppo Industriale gestito da PEP SGR, Italian Hybrid Capital Fund gestito da RiverRock, Italian Credit Fund I gestito da Tenax e Ver Capital Credit Partner Italia V. L'investimento totale deliberato ammonta a € 300 milioni.

Internet: www.fondoitaliano.it

Box 5.1

Il Fondo Italiano d'Investimento e i mini-bond

Nelle Tabelle non compare il fondo di fondi promosso dal Fondo d'Investimento Italiano (cui è dedicato lo specifico Box 5.1) il cui investimento è distribuito negli altri soggetti. La Tabella 5.2 riporta invece l'elenco delle iniziative di fondi autorizzate, in fase di raccolta avanzata o di *closing*, ma senza ancora investimenti in attivo alla data del 31 dicembre 2015.

Tabella 5.2
I fondi di mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 erano in fase di *closing*

	Fondo	Commitment al 31/12/2015 (milioni EUR)	Obiettivo di raccolta totale (milioni EUR)	Società di gestione o veicolo
1	Advam 1 Corporate Bonds Italy	n.d.	100, estendibile a 200	Advam Partners SGR
2	Advam Top Corporates	n.d.	50, estendibile a 100	Advam Partners SGR
3	ARCA Economia Reale Bond Italia	n.d.	400	ARCA SGR
4	Blue Lake SICAV-SIF Italian Minibond	25	100	Compass Asset Management SA
5	Equita Private Debt Fund	80	200	Lemanik Asset Management SA
6	Impresa Italia	70	150	Riello Investimenti Partners SGR
7	Italian Hybrid Capital Fund RiverRock I	90	150	RiverRock European Capital Partners LLP

Secondo le nostre stime, sommando i *commitment* già ottenuti ma non ancora investiti dai fondi di Tabella 5.1 a quelli previsti dai fondi di Tabella 5.2 nel 2016 potrebbero arrivare sul mercato dei mini-bond nuove risorse a disposizione per € 900 milioni portando l'investimento complessivo a oltre € 1,3 miliardi.

Infine la Tabella 5.3 riporta l'elenco delle iniziative annunciate, e ancora in fase di *fundraising*. In caso di successo nel *closing*, ulteriori risorse potrebbero dunque sommarsi rispetto alla stima predetta.

Tabella 5.3
I fondi di mini-bond che alla data del 31 dicembre 2015 erano in fase di *fundraising*

	Fondo	Target di raccolta (milioni EUR)	Società di gestione o veicolo
1	Antares AZ I	200	Futurimpresa SGR
2	Dueemme Fondo per le Imprese 2.0	150	Dueemme SGR
3	Ver Capital Credit Partner Italia V	200	Ver Capital SGR
4	Vesta Industrial (Fysis Fund SICAV-SIF)	100	EOS Investment Management Ltd

Box 5.2
AIFI e i mini-bond

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 in tema di investimenti alternativi, 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 deliberato l'adesione in AIFI dei primi fondi di *private debt* operanti sulle imprese italiane con l'intento di poter rappresentare istituzionalmente il settore del *private capital*. La Commissione *private debt* AIFI è composta oggi da 17 operatori del settore, di cui alcuni sono in procinto di concludere la raccolta tra gli investitori istituzionali ed altri risultano già in fase di investimento. All'inizio del 2016 uno degli operatori associati ad AIFI ha iniziato la raccolta del suo secondo fondo di *private debt*, avendo già investito tutto quanto raccolto con il primo, a dimostrazione della consistente domanda di debito da parte del sistema imprenditoriale italiano..
Internet: www.aifi.it

Come si nota, la maggioranza delle iniziative è gestita da Società di Gestione del Risparmio (SGR) italiane, attraverso fondi chiusi. In alcuni casi invece il fondo è un veicolo lussemburghese gestito da *team* italiani o esteri. Non manca la presenza di qualificati investitori stranieri, probabilmente attratti dalle opportunità offerte dalle PMI nazionali.

La durata prevista dei fondi varia in genere fra 7 e 10 anni, eventualmente prorogabile. I rendimenti lordi 'obiettivo', vista la tipologia degli strumenti in cui i fondi investono, sono in genere compresi fra il 5% e l'8%. Rendimenti più aggressivi sono previsti laddove il fondo sia disponibile a investire, almeno in parte, in titoli convertibili o partecipativi. Le commissioni di gestione annuali in genere sono comprese fra 0,5% e 2%.

Per quanto riguarda la tipologia delle imprese *target*, i parametri di riferimento indicati in termini di fatturato sono molto simili. Si possono individuare due gruppi di *player*: fondi che puntano a imprese di piccola dimensione (con fatturato fino a € 250 milioni) e fondi che invece si posizionano su un *target* più elevato (con soglie ben maggiori).

I gruppi bancari italiani compaiono frequentemente come sottoscrittori delle quote dei fondi chiusi (ad esempio Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio vede fra i suoi sottoscrittori ben 7 banche, fra cui Credito Valtellinese, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Bari).

Per evitare conflitti di interesse, i regolamenti di alcuni fondi impediscono ogni investimento in titoli collocati da imprese verso cui le banche *partner* sono creditrici. Con lo stesso obiettivo, alcuni fondi '*captive*', ovvero di diretta emanazione di gruppi bancari, hanno affidato la selezione delle imprese *target* ad *advisor* esterni (ad esempio il fondo promosso da Pioneer SGR, gruppo Unicredit, si avvale della consulenza di Eidos Partners).

Alcuni dei fondi elencati hanno ottenuto il supporto dello European Investment Fund (EIF) o attraverso un co-investimento diretto o attraverso una garanzia prestata sul rischio di credito.

Rispetto alla situazione descritta nel Report dell'anno scorso, alcune iniziative risultano abbandonate (come ad esempio il fondo Lyxor Berica SME Fund) o al momento accantonate per difficoltà legate essenzialmente al *fundraising*.

Vanno poi registrati gli interessanti casi dei fondi di *private debt*, come ad esempio il Fondo di Debito per lo Sviluppo Industriale gestito da Private Equity Partners SGR, istituiti da soggetti il cui *core business* è l'investimento nel capitale di rischio, che utilizzano il debito nelle sue varie forme come leva complementare per la strutturazione dei *deal* e che quindi non sono focalizzati sui mini-bond. Anche i fondi di IGI SGR ed Emysis Capital SGR hanno caratteristiche simili e puntano sulle obbligazioni subordinate e sull'*equity kicker*.

Infine, una delle novità del 2015 è stato l'affacciarsi sul mercato italiano dei fondi di credito (o fondi di *direct lending*) cui dedichiamo un cenno specifico nel Box 5.3.



Daniele Colantonio
(Anthilia Capital Partners SGR)

"L'economia reale delle PMI italiane è una asset class emergente dall'elevato potenziale e dal duplice effetto positivo: diversificatore di portafoglio rispetto ai segmenti tradizionali "corporate e governativo" e valido supporto alle "energie imprenditoriali" del nostro Paese"

In Italia la possibilità di finanziare direttamente le imprese attraverso prestiti è stata per molti anni prerogativa esclusiva delle banche. Come evidenziato nel Capitolo 1, il decreto 'Competitività' del 2014 ha esteso tale facoltà anche alle assicurazioni e agli Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio, aprendo la strada ai 'fondi di credito'.

Negli Stati Uniti si tratta invece di una prassi consolidata, tant'è che solo circa il 20% del credito alle imprese viene erogato dalle banche. In Europa il mercato del '*direct lending*' erogato alle imprese da soggetti non bancari si è sviluppato negli anni recenti. Secondo le stime di Preqin, nel nostro Continente i fondi di credito sono ormai una quarantina e dispongono di € 35 miliardi da investire, il doppio rispetto al 2012.

I maggiori *player* del mercato sono il gruppo americano Ares, GSO Capital Partners (gruppo Blackstone), i francesi di Tikehau e il gruppo britannico Hayfin.

La prima iniziativa del genere in Italia è stata lanciata nell'ottobre 2015 da Zephir Capital Partners, SGR indipendente 'sottosoglia' secondo l'Alternative Investments Fund Managers Directive (AIFMD), in vigore in Italia dal 2015; il fondo Zephir Capital Credit Fund I mira a raccogliere € 300 milioni, di cui almeno l'80% sarà investito in una ventina di crediti *senior*.

Box 5.3

I fondi di credito (*direct lending*)



6. Le prospettive future

I risultati della ricerca condotta sulle emissioni di mini-bond in Italia fino al 31 dicembre 2015 ci mostrano un mercato che cresce progressivamente, senza clamore particolare, il che - guardando al recente passato dei mercati finanziari - sotto alcuni punti di vista è una buona notizia.

L'orientamento di riservare questo strumento di investimento a soggetti professionali sembra essere vincente, se si guarda all'esperienza di altri mercati quali la Germania, dove la ricerca di rendimenti competitivi ha spinto tanti piccoli risparmiatori a scegliere titoli poco liquidi, emessi da imprese che in molti casi si sono rivelate insolventi o comunque incapaci di rifinanziare il debito alla scadenza.

Benchè i mini-bond siano opportunità interessanti anche per le grandi imprese, l'interesse maggiore dal punto di vista della ricerca accademica è certamente sulle piccole e medie imprese. Ebbene, il contributo che i mini-bond hanno portato in termini di risorse finanziarie per le PMI è ancora limitato. Secondo le statistiche riportate nelle pagine precedenti, esse hanno raccolto finora € 634 milioni. Fra le migliaia di società potenzialmente candidate e rappresentative del 'cuore' produttivo italiano, fino ad oggi solo 65 PMI (55 escludendo le finanziarie) hanno approfittato dell'opportunità di raccogliere capitale di debito direttamente.

Noi leggiamo questi dati in termini di opportunità, nel senso che il potenziale di sviluppo della filiera dei mini-bond è ancora considerevole. I fondi dedicati nei prossimi mesi avranno a disposizione consistenti risorse da investire. Le assicurazioni potranno aggiungersi, in virtù delle disposizioni IVASS che consentono di allocare nei mini-bond fino al 3% delle riserve tecniche. La mini-ripresa in atto, seppure condizionata dalla turbolenza sui mercati e limitata ad alcuni specifici comparti, potrebbe spingere le PMI italiane a riprendere gli investimenti.

Certamente fin quando le politiche monetarie espansive della BCE e la (momentanea) disponibilità di liquidità sul mercato permarranno, il costo del capitale raccolto attraverso i mini-bond non sarà molto attrattivo per le PMI. Tuttavia, è probabile che il sistema bancario italiano nei prossimi tempi sia destinato a mutare sensibilmente. Da una parte la nuova onda di aggregazione, specialmente fra le banche popolari, inevitabilmente porterà ad una riduzione dell'offerta di credito. Dall'altra l'evoluzione del *fintech* e la disintermediazione progressiva del credito faranno emergere nuovi paradigmi sul mercato, quali ad esempio il *peer-to-peer lending* e il *direct lending*. In questo panorama i mini-bond possono ritagliarsi un mercato non trascurabile, che del resto già esiste in altri paesi Europei, finalizzato alla diversificazione delle fonti di finanziamento.

La cartolarizzazione dei mini-bond è un sentiero da esplorare (risulta che alcuni grandi gruppi bancari italiani stiano studiando il *dossier*) e che potrebbe valorizzare e rilanciare distretti industriali locali e filiere manifatturiere di eccellenza in Italia.

Un altro mercato ancora tutto da strutturare, secondo gli auspici di molti operatori e dei *policymakers*, è quello dei *'project bond'* ovvero titoli obbligazionari che potrebbero supplire ai cronici problemi della finanza pubblica nel finanziare progetti infrastrutturali.

Un approfondimento specifico sul tema è contenuto nel Box 6.1.

In definitiva ci sentiamo di dire che il 2015 ha confermato alcune tendenze prospettate un anno fa, nel senso di una progressiva 'ingegnerizzazione' del mercato e standardizzazione delle prassi. Il mondo dei mini-bond italiani si è caratterizzato ancora di più nella direzione delle PMI e delle 'piccole' emissioni. Sono aumentati gli emittenti dalle regioni

del Centro e del Sud. I fondi dedicati hanno cominciato a far valere il proprio ruolo. Ci sono tutte le premesse affinché il 2016 si confermi come un anno di ulteriore ‘tranquilla’ crescita del mercato e di innovazione incrementale sia nella tipologia degli strumenti utilizzati sia nell’ingegneria finanziaria sui mini-bond. La nostra aspettativa è che saranno sostanzialmente confermati volumi e flussi relativi al 2015.

Nei prossimi dodici mesi sarà ancora più interessante focalizzare l’attenzione sulle imprese emittenti, per osservarne il comportamento, le fortune e (inevitabilmente da mettere in conto) qualche difficoltà.

Box 6.1

I primi *project bond* in Italia

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. 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.

Per testare l’efficacia della PBI, nel 2013 è stata avviata una fase pilota che ha selezionato 9 progetti europei (fra cui in Italia il Passante di Mestre), cinque dei quali hanno già raggiunto il *closing* finanziario per un totale di circa € 500 milioni di *project bond* emessi mentre gli altri quattro, per € 400 milioni, sono stati solamente approvati dal *board* ma non hanno ancora raggiunto il *closing* finanziario. Il successo delle emissioni avvenute sotto questo programma ha dimostrato che gli investitori sono ben disposti ad investire in tali strumenti ma solo se alla base del progetto c’è una struttura finanziaria e organizzativa solida. Per questo, i progetti selezionati nella fase pilota rappresentano anche un concentrato di *best practices* da seguire per gli *sponsor* che vogliono rivolgersi al mercato dei capitali.

Il mercato europeo più all’avanguardia in tema di *project bond* è sicuramente quello anglosassone, la cui nascita risale ai primi anni Novanta grazie alla Private Finance Initiative. Il forte legame con i lavori realizzati nell’ambito di contratti di partenariato pubblico-privato (PPP) per la realizzazione di opere di pubblica utilità ha fatto sì che gli *sponsor* rendessero i loro progetti appetibili al mercato e che gli investitori e le società di *rating* sviluppassero le capacità necessarie alla loro valutazione, precedentemente svolta dalle assicurazioni *monoline*. Mentre nel resto d’Europa i *project bond* sono ancora in via di sperimentazione e sono utilizzati soprattutto per il rifinanziamento di progetti *brownfield* e in grado di generare autonomamente flussi di cassa, nel Regno Unito molte emissioni riguardano progetti *greenfield* di opere a scopo sociale come scuole, ospedali e *social housing*. Solo negli ultimi 18 mesi sono stati registrati esempi di *project bond* ibridi (ovvero affiancati da prestiti bancari) su opere *greenfield* anche in Francia, Belgio e Paesi Bassi.

Nel quadro europeo (e mondiale), l’Italia è rimasta molto indietro nella creazione di un *framework* favorevole allo sviluppo di questo mercato ma le riforme degli ultimi anni iniziano a produrre i primi risultati. Sebbene già incentivati dalla Legge Merloni del 1994, solo con le riforme

me del 2012 e del 2014 gli *sponsor* hanno iniziato a prendere realmente in considerazione i *project bond* per il finanziamento dei loro progetti e nel dicembre 2014 si è registrata la prima emissione (si veda il caso di studio descritto nel Report dello scorso anno).

Le principali modifiche alla precedente normativa che hanno consentito la nascita di questo mercato sono:

- Decreto 'Cresci-Italia' (gennaio 2012); è stata ridefinita una disciplina speciale per le obbligazioni emesse da SPV o titolari di contratti in PPP; ne è stata limitata la sottoscrizione ai soli investitori qualificati; è stata consentita la presenza di una garanzia sino all'avvio della gestione dell'infrastruttura;
- Decreto 'Sviluppo' (giugno 2012); viene prevista una tassazione del 12,5% sui rendimenti, pari a quella dei titoli di Stato, per le emissioni avvenute entro giugno 2015; è stata definita un'imposizione fiscale fissa sulla costituzione di garanzie e per il trasferimento dei titoli;
- Decreto 'Sblocca Italia' (novembre 2014); viene resa permanente l'aliquota agevolata della ritenuta sugli interessi dei *project bond*; cessa la nominatività dei titoli con conseguente avvio della dematerializzazione; viene confermata la possibilità di emettere *project bond* per un valore totale superiore al doppio del capitale sociale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio, permettendo così di sfruttare maggiormente la leva finanziaria.

Con queste riforme sembrano essere stati superati gli ostacoli normativi che rendevano i *project bond* poco convenienti per gli *sponsor*. Come si vede dalla Figura 6.1, in Italia da gennaio 2014 a dicembre 2015 si sono registrate 4 emissioni di cui due riguardanti iniziative private nel settore del fotovoltaico e due opere di pubblica utilità. È importante notare comunque che tutte le emissioni sono state supportate dalla stessa banca di investimento, Natixis, in qualità di Mandated Lead Arranger che ha sfruttato la stessa struttura di finanziamento per tutti i progetti, offrendo parallelamente prestiti bancari e *project bond*. Sebbene in tutti i casi le due forme siano *pari passu* (stessa *seniority*) e quindi non ci sia alcuna forma di *credit enhancement*, la presenza di una linea di credito bancario dà maggiore sicurezza agli investitori in *bond*.

La prima emissione è stata effettuata nel dicembre 2014 per il rifinanziamento del debito di Antin Solar Investments Spa, veicolo specializzato nella costruzione di impianti fotovoltaici in Italia. I *project bond* sono stati emessi per un valore di € 85 milioni in due *tranche*, entrambe a scadenza 14 anni con struttura *amortizing*. Una *tranche* da € 20 milioni è a tasso fisso e paga una cedola del 3,552% mentre l'altra *tranche* da € 65 milioni è a tasso variabile con una cedola pari al tasso Euribor a sei mesi più uno *spread* del 3,35%. Parallelamente è stata aperta una linea di credito bancario da € 80 milioni. Le obbligazioni sono state quotate sul segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, non hanno richiesto un giudizio di *rating* e sono state interamente sottoscritte da tre fondi del gruppo assicurativo Aviva e dal fondo Scor Global Investments.

Il secondo *project bond* è stato emesso nell'aprile 2015 da Metro 5 Spa, nell'ambito della collaborazione in PPP per la costruzione della linea 5 della metropolitana di Milano ed è servito al

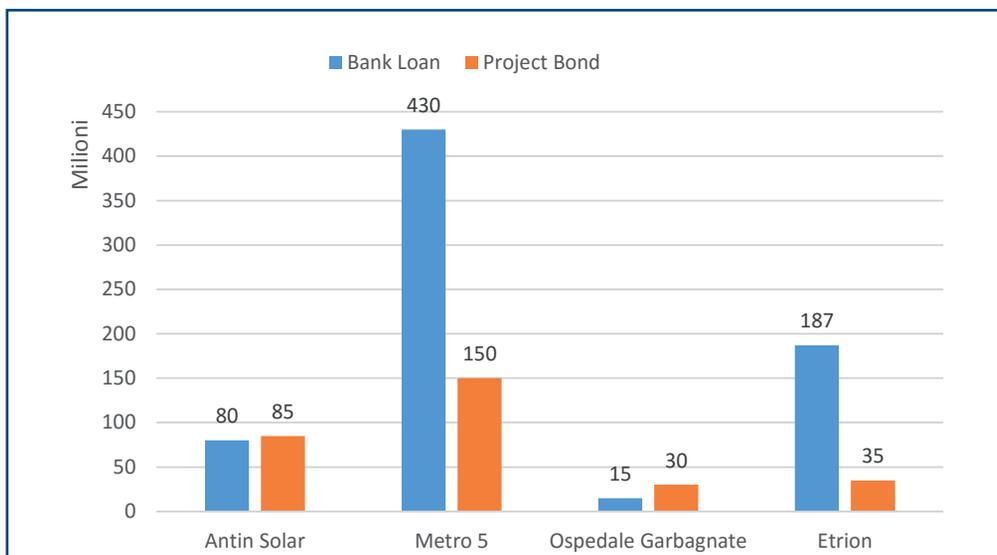


Figura 6.1

I principali *project-bond* originati sul mercato italiano fino a dicembre 2015

rifinanziamento del debito esistente e per il completamento dei lavori. Anche in questo caso il contratto di finanziamento prevede la sottoscrizione parallela di un prestito bancario di € 430 milioni e una *tranche* di *project bond* del valore di € 150 milioni. I *bond*, con scadenza 2035, offrono una cedola variabile di 300 punti base sopra al tasso Euribor a 6 mesi. La domanda di obbligazioni è stata superiore all'offerta e ha dimostrato ancora un forte interesse da parte del settore assicurativo francese.

Il terzo *project bond*, risalente all'agosto 2015, riguarda il rifinanziamento del debito bancario contratto da Garbagnate Salute Spa per la realizzazione dell'ospedale di Garbagnate Milanese (MI) nell'ambito di un contratto in PPP. L'ammontare dell'emissione è pari a € 30 milioni, con una scadenza di 15 anni ed anche in questo caso prevede l'apertura di una linea di credito bancario per € 15 milioni con stessa *maturity*. Il *bond* è stato collocato presso investitori istituzionali e, pur non avendo richiesto un giudizio di *rating*, il *pricing* ha tenuto conto della componente *investment grade* della Regione Lombardia pari a Baa1 (Moody's), superiore a quello della Repubblica Italiana.

La quarta emissione, nel dicembre 2015, riguarda il rifinanziamento del debito di Etrion SpA, società attiva nel settore delle energie rinnovabili e proprietaria di 10 parchi fotovoltaici in tutta Italia. Anche in questo caso, una parte del finanziamento è costituita da un prestito bancario di € 187 milioni. Il *bond* è stato emesso con scadenza 2029 ed offre una cedola variabile pari al tasso Euribor a sei mesi più uno *spread* del 2,25%. Come avvenuto per Antin Solar, anche questo *project bond* è stato quotato sul listino ExtraMOT PRO di Borsa Italiana ed è stato sottoscritto da Scor Global Investment, stavolta come unico investitore.

Si segnala che a gennaio 2016 è stata annunciata una quinta operazione chiusa a dicembre 2015, con l'emissione di un *project bond* da parte di Siram SpA, per rifinanziare lo *shareholder loan* per la costruzione della centrale di cogenerazione a servizio dell'ospedale di Udine, nell'ambito di una concessione con l'ASL locale, e avviare un progetto di teleriscaldamento. Il finanziamento prevede un prestito bancario di € 32 milioni più l'emissione di *project bond* per € 40 milioni. Il mercato italiano sembra quindi essere partito ma rimangono ancora alcuni ostacoli da superare per poter considerare i *project bond* una reale soluzione alla mancanza di fondi pubblici per il finanziamento delle infrastrutture. Il più importante riguarda l'elevato tasso di mortalità dei progetti in PPP e la loro piccola dimensione che rende sconveniente sostenere elevati costi di transazione (nella fase di preparazione dell'emissione). Inoltre il sistema bancario, non più in grado come in passato di concedere capitali a lungo termine necessari al finanziamento di queste opere, dovrà adattare il proprio *business model* considerando i *project bond* non più come uno strumento concorrente ai tradizionali prestiti bancari ma come una fonte di capitale complementare, puntando dunque a sviluppare le competenze di *advisory* e supporto sui progetti.

Appendice

Elenco delle 179 emissioni di mini-bond nel campione di analisi della ricerca, dal 2012 al 31 dicembre 2015
(sono indicate con un asterisco (*) le emissioni superiori a EUR 50 milioni)

	Società emittente	Mese
1	Guala Closures S.p.A. (*)	nov-2012
2	Rottapharm Madaus Ltd (*)	nov-2012
3	Zobebe Holding S.p.A. (*)	gen-2013
4	IVS F. S.p.A. (*)	apr-2013
5	Buscaini Angelo S.r.l.	apr-2013
6	Teamsystem Holding S.p.A.(*)	mag-2013
7	Sisal Group S.p.A. (*)	mag-2013
8	FIDE S.p.A.	giu-2013
9	Consulting Automotive Aerospace Railway (CAAR) S.p.A.	giu-2013
10	Prada S.p.A. (*)	giu-2013
11	Salini Costruttori S.p.A.(*)	lug-2013
12	Gamenet S.p.A.(*)	lug-2013
13	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
14	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
15	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
16	Manutencoop Facility Management S.p.A. (*)	lug-2013
17	Primi sui motori S.p.A.	ago-2013
18	Filca Cooperative Società Cooperativa	set-2013
19	Sudcommerci S.r.l.	ott-2013
20	Rhino Bondco S.p.A.(*)	nov-2013
21	Grafiche Mazzucchelli S.p.A.	nov-2013
22	Meridie S.p.A.	nov-2013
23	Marcolin S.p.A.(*)	nov-2013
24	Mille Uno Bingo S.p.A.	nov-2013
25	Rhino Bondco S.p.A.(*)	nov-2013
26	Fincantieri S.p.A.(*)	nov-2013
27	Alessandro Rosso Group S.p.A.	dic-2013
28	Iacobucci HF Electronics S.p.A.	dic-2013
29	GPI S.p.A.	dic-2013
30	ETT S.p.A.	dic-2013
31	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	gen-2014
32	Microcinema S.p.A.	gen-2014
33	JSH Group S.p.A.	gen-2014
34	Ternienergia S.p.A.	feb-2014
35	Cogemat S.p.A.	feb-2014
36	Energie S.p.A.	mar-2014
37	Bomi Italia S.p.A.	mar-2014
38	Ipi S.p.A.	apr-2014
39	Tesmec S.p.A.	apr-2014
40	Rsm Italy Audit & Assurance S.r.l.	apr-2014
41	Primi sui motori S.p.A.	mag-2014

	Società emittente	Mese
42	Enna Energia S.r.l.	mag-2014
43	ETT S.p.A.	mag-2014
44	Dynamica Retail S.p.A.	mag-2014
45	SEA S.p.A.	mag-2014
46	IMI FABI S.p.A.	giu-2014
47	Officine Maccaferri S.p.A. (*)	giu-2014
48	S.G.G. Holding S.p.A.	giu-2014
49	Selle Royal S.p.A.	giu-2014
50	Cipriani Profilati S.p.A.	giu-2014
51	CMD Costruzioni Motori Diesel S.p.A.	giu-2014
52	L'Isolante K-Flex S.p.A. (*)	giu-2014
53	FRI-EL Biogas Holding S.r.l.	lug-2014
54	E.s.tr.a. S.p.A. Energia Servizi Territorio Ambiente	lug-2014
55	Alto Garda Servizi S.p.A.	lug-2014
56	TechnoAlpin Holding S.p.A.	lug-2014
57	Rigoni di Asiago S.r.l.	lug-2014
58	Cooperativa Muratori & Cementisti - C.M.C. di Ravenna Soc. Coop. (*)	lug-2014
59	Coswell S.p.A.	lug-2014
60	Twin Set - Simona Barbieri S.p.A. (*)	lug-2014
61	Te Wind S.A.	lug-2014
62	Trevi - Finanziaria Industriale S.p.A.	lug-2014
63	Acque del Basso Livenza S.p.A.	lug-2014
64	Acque del Chiampo S.p.A.	lug-2014
65	Acque Vicentine S.p.A.	lug-2014
66	Alto Vicentino Servizi S.p.A.	lug-2014
67	Azienda Servizi Integrati S.p.A.	lug-2014
68	Bim Gestione Servizi Pubblici S.p.A.	lug-2014
69	Centro Veneto Servizi S.p.A.	lug-2014
70	Energia Territorio Risorse Ambientali ETRA S.p.A.	lug-2014
71	M.P.G. Manifattura Plastica S.p.A.	lug-2014
72	Global System International S.p.A.	ago-2014
73	ETT S.p.A.	ago-2014
74	S.I.G.I.T - Società Italiana Gomma Industriale Torino S.p.A.	ago-2014
75	Eurotranciatrice S.p.A.	ago-2014
76	Gruppo P.S.C. S.p.A.	ago-2014
77	Tesi S.p.A.	set-2014
78	S.I.P.C.A.M. Società Italiana Prodotti Chimici e per l'Agricoltura Milano S.p.A.	set-2014
79	Coesia S.p.A. (*)	set-2014
80	Molinari S.p.A.	ott-2014
81	Inglass S.p.A.	ott-2014
82	M.E.P. - Macchine Elettroniche Piegatrici S.p.A.	ott-2014
83	Usco S.p.A.	ott-2014
84	Geodata Engineering S.p.A.	ott-2014
85	Enerventi S.p.A.	ott-2014
86	American Coffee Company S.p.A.	ott-2014
87	Exprivia Healthcare IT S.r.l.	ott-2014
88	Innovatec S.p.A.	ott-2014
89	ITAL TBS Telematic & Biomedical Services S.p.A.	ott-2014
90	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	nov-2014
91	Waste Italia Holding S.p.A. (*)	nov-2014

	Società emittente	Mese
92	Antin Solar Investments S.p.A.	dic-2014
93	Antin Solar Investments S.p.A. (*)	dic-2014
94	Penelope S.p.A.	dic-2014
95	Eco Eridania S.p.A.	dic-2014
96	Dynamica Retail S.p.A.	dic-2014
97	Olsa S.p.A.	dic-2014
98	Dedagroup S.p.A.	dic-2014
99	ETT S.p.A.	dic-2014
100	Corvallis Holding S.p.A.	dic-2014
101	Generalfinance S.p.A.	dic-2014
102	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	gen-2015
103	Rapetti Foodservice S.r.l.	gen-2015
104	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	gen-2015
105	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	feb-2015
106	Ama S.p.A.	feb-2015
107	Ama S.p.A.	feb-2015
108	Menz&Gasser S.p.A.	feb-2015
109	Asja Ambiente S.p.A.	mar-2015
110	Boni S.p.A.	mar-2015
111	L.E.G.O. S.p.A.	mar-2015
112	Coleman S.p.A.	mar-2015
113	Pasta Zara S.p.A.	mar-2015
114	EGEA S.p.A.	mar-2015
115	Generalfinance S.p.A.	apr-2015
116	Ferrarini S.p.A.	apr-2015
117	Essepi Ingegneria S.r.l.	apr-2015
118	Micoperi S.p.A.	apr-2015
119	ITWay S.p.A.	apr-2015
120	ETT S.p.A.	apr-2015
121	Oxon Italia S.p.A.	apr-2015
122	Diatex S.p.A.	apr-2015
123	Mybest Group S.p.A.	mag-2015
124	Landi Renzo S.p.A.	mag-2015
125	Terre Cortesi-Moncaro soc. coop. agricola	mag-2015
126	Cartiere Villa Lagarina S.p.A.	giu-2015
127	Cartiere Villa Lagarina S.p.A.	giu-2015
128	Capi Group S.r.l.	giu-2015
129	Marangoni Meccanica S.p.A.	giu-2015
130	WIIT S.p.A.	giu-2015
131	FAB Group S.r.l.	lug-2015
132	Settentrionale Trasporti S.p.A.	lug-2015
133	Teethan S.p.A.	lug-2015
134	Ferrovie Nord Milano Autoservizi S.p.A. (*)	lug-2015
135	Ligabue S.p.A.	lug-2015
136	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	lug-2015
137	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	lug-2015
138	Isaia&Isaia S.p.A.	lug-2015
139	Isaia&Isaia S.p.A.	lug-2015
139	Nosio S.p.A.	lug-2015
140	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	lug-2015

	Società emittente	Mese
141	Alitalia S.p.A. (*)	lug-2015
142	Building Energy S.p.A.	lug-2015
143	Generalfinance S.p.A.	lug-2015
144	QS Group S.p.A.	lug-2015
145	Expert System S.p.A.	lug-2015
146	Aquafil S.p.A.	lug-2015
147	Thermokey S.p.A.	lug-2015
148	C.L.N. Coils Lamiere Nastri S.p.A.	lug-2015
149	Beni Stabili S.p.A. (*)	ago-2015
150	Cartiere Villa Lagarina S.p.A.	ago-2015
151	Industrial S.p.A.	ago-2015
152	Industrial S.p.A.	ago-2015
153	Industrial S.p.A.	ago-2015
154	Sirio S.p.A.	ago-2015
155	Renco Group S.p.A.	ago-2015
156	Proma S.p.A.	set-2015
157	MEP S.p.A.	set-2015
158	ETT S.p.A.	set-2015
159	Pama S.p.A.	ott-2015
160	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	ott-2015
161	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	ott-2015
162	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	ott-2015
163	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	nov-2015
164	Microspore S.p.A.	nov-2015
165	Gino S.p.A.	nov-2015
166	Matica System S.p.A.	nov-2015
167	Tundo Vincenzo S.p.A.	nov-2015
168	Noemalife S.p.A.	nov-2015
169	Etrion S.p.A.	dic-2015
170	SG Elettrica S.r.l.	dic-2015
171	Mercedes Benz Financial Services S.p.A. (*)	dic-2015
172	Mercedes Benz Financial Services S.p.A.	dic-2015
173	Sace BT S.p.A.	dic-2015
174	Tecnocap S.p.A.	dic-2015
175	GPI S.p.A.	dic-2015
176	Frener&Reifer S.r.l.	dic-2015
177	Iacobucci HF Aerospace S.p.A.	dic-2015
178	SCM Group S.p.A.	dic-2015
179	Torino Hotel Immobiliare S.p.A.	dic-2015

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



Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Giancarlo Giudici - direttore scientifico dell'Osservatorio Mini-Bond
Stefano De Paoli
Pietro Dickmann
Alberto Fusè
Lorenzo Sabatini

Comitato scientifico: Vittorio Fiore, Valentina Lanfranchi, Anna Marucci, Silvio Schinaia, Gianmarco Paglietti, Denis Pilotto, Guido Romano

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

Partner

- ADB - Analisi Dati Borsa
- Cerved Rating Agency
- Deloitte

Partner istituzionali

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



**ADB -
Analisi Dati Borsa SpA**
www.corporate.adb.it

ADB – Analisi Dati Borsa SpA è una società di consulenza 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.

Dal 2005 al 2006 ADB ricopre il ruolo di Partner Equity Market di Borsa Italiana per l'assistenza e la consulenza nei progetti di quotazione.

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 per l'assistenza e la consulenza nei progetti di quotazione.

L'attività di *corporate finance* si estende inoltre all'attività di *advisory* per quotazioni su mercati azionari ed operazioni di M&A e di finanza straordinaria.



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.

Cerved Rating Agency
www.cervedgroup.com

Deloitte.

Deloitte
www.deloitte.it

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 225.000 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*, *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.

PARTNER



www.osservatoriominibond.it



PARTNER
ISTITUZIONALI



AIFI

Associazione Italiana
del Private Equity e Venture Capital

