



# IL RAPPORTO BANCA PICCOLA-MEDIA IMPRESA: NUOVI SCENARI

*In collaborazione con:*



*e la partecipazione di*



**EUTEKNE**



# GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO INNOVATIVI: I MINI-BOND

A cura di **Patrizia Pia** - Dipartimento di Management dell'Università di Torino

1	INTRODUZIONE	76
2	<i>MINI-BOND</i> : DEFINIZIONE E RIFERIMENTI NORMATIVI	76
	2.1 CAMBIALI FINANZIARIE	79
	2.2 OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE SUBORDINATE	80
3	EMMISSIONE <i>MINI-BOND</i> E SOGGETTI COINVOLTI	80
4	COSTI E BENEFICI DEI <i>MINI-BOND</i> ATTRAVERSO L'ANALISI DEL MERCATO	81

## 1 INTRODUZIONE

Secondo i dati diffusi da Banca d'Italia nell'ultima Relazione annuale, nel 2015 "il credito alle imprese è diminuito dello 0,7 per cento, meno che nel 2014 (-1,9 per cento)<sup>1</sup>. I finanziamenti hanno continuato a diminuire a ritmi sostenuti per le imprese con meno di 20 addetti (-2,5 per cento). Il divario rispetto alle altre aziende riflette sia la più elevata vulnerabilità dei bilanci di quelle minori – che tende a frenare la concessione del credito da parte delle banche – sia altri fattori di domanda e di offerta. Dal lato della domanda, le imprese più grandi hanno finora beneficiato maggiormente della ripresa economica, hanno aumentato gli investimenti e visto conseguentemente ampliarsi le loro esigenze di finanziamento. Dal lato dell'offerta, assumono rilievo i costi fissi di erogazione dei prestiti di piccolo importo, che ne riducono la convenienza in presenza di bassi tassi di interesse, e la minore capacità delle banche di media e piccola dimensione – gli intermediari di riferimento per le aziende medie e piccole – di concedere credito a causa della debole redditività e della crescita più rapida dei crediti deteriorati"<sup>2</sup>. Il perdurante razionamento del credito nei confronti delle PMI ha incentivato la ricerca di fonti di finanziamento alternative e lo sviluppo di una nuova finanza per le imprese atte a rafforzare strutture finanziarie fragili e a favorire nuovi investimenti. Una possibile fonte alternativa, conosciuta con il termine *mini-bond*, proviene dall'alto<sup>3</sup>, in seguito ad una serie di interventi normativi che ampliano, di fatto, l'accesso al mercato del capitale di debito alle PMI. Nel caso di aziende di piccola o media dimensione, il ricorso al mercato è frenato dalla minore disponibilità di informazioni sull'impresa e dagli elevati costi fissi di emissione. Le misure intraprese in questi ultimi anni hanno contribuito a rimuovere questi ostacoli.

## 2 MINI-BOND: DEFINIZIONE E RIFERIMENTI NORMATIVI

Con il termine *mini-bond* si indicano non tanto nuovi strumenti finanziari quanto piuttosto a titoli obbligazionari a medio lungo termine e a cambiali finanziarie la cui emissione è stata resa più accessibile alle società non quotate in Borsa, costituite nella forma di spa, srl o società cooperative, anche di piccole dimensioni. La riforma di liberalizzatrice che ha interessato la finanza d'impresa italiana trova il riferimento legislativo in una serie di provvedimenti e disposizioni che si sono succeduti nel triennio 2012-2014. In particolare:

- con i due **decreti sviluppo** del 2012 sono stati eliminati i principali vincoli civilistici e fiscali che di fatto impedivano alle imprese non quotate, fra cui le

<sup>1</sup> Se si considerano soltanto le imprese che non hanno debiti deteriorati, la crescita è stata lievemente positiva per l'insieme dei comparti (0,3%) e in forte accelerazione per il settore manifatturiero.

<sup>2</sup> Cfr. Banca d'Italia, Relazione Annuale per l'anno 2015, 5, 2016, p. 142.

<sup>3</sup> Una seconda alternativa, il P2P *lending* o prestito collettivo, ancora poco diffusa in Italia ma che sta rapidamente crescendo all'estero, nasce dal basso, grazie al dirompente sviluppo della tecnologia digitale applicata alla finanza (*fintech*). L'incontro fra domanda e offerta di fondi avviene su una piattaforma informatica che valuta il rischio di credito e gestisce i flussi di pagamento tra debitore e creditore. L'intenso uso della tecnologia rende il processo semplice, poco costoso e veloce.

PMI, la possibilità di accedere direttamente al mercato dei capitali tramite l'emissione delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni di medio lungo termine. Sotto il profilo civilistico il decreto sviluppo ha rimosso il limite per le società non quotate di emettere titoli per un ammontare non superiore al doppio del proprio patrimonio netto, a condizione che i *mini-bond* siano destinati alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione<sup>4</sup>. Il medesimo decreto ha allineato il trattamento fiscale in capo all'emittente e in capo all'investitore a quello più favorevole vigente per le società quotate. Nel primo caso, con le nuove disposizioni gli interessi passivi sono deducibili ai fini IRES fino al 30% del margine operativo lordo<sup>5</sup>, purché i titoli emessi da società non quotate (escluse le banche e le micro-imprese) siano destinati alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o, in mancanza della suddetta quotazione, siano sottoscritti da investitori qualificati<sup>6</sup>. Quest'ultimi non possono detenere direttamente o indirettamente più del 2% del capitale della società emittente e i beneficiari dei proventi devono essere residenti in Italia o in paesi che garantiscono un adeguato scambio di informazioni. Nel secondo caso, anche sugli interessi e proventi derivanti da titoli obbligazionari e simili emessi da imprese non quotate si applica l'imposta sostitutiva del 26%, a condizione che i titoli in questione siano quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. Un'ulteriore agevolazione prevista dal decreto sviluppo concerne la deducibilità delle spese connesse all'emissione dei *mini-bond* nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio, in base al principio di cassa;

- con il **decreto destinazione Italia** del 2013 sono state rafforzate le misure per favorire l'utilizzo di questi strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario e, soprattutto, sono state emanate disposizioni tese a incoraggiare la domanda dei medesimi da parte degli investitori. In particolare, è stato esteso il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività d'impresa anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie. Questa misura permette all'impresa di utilizzare i beni destinati al proprio processo produttivo per ottenere i necessari finanziamenti, senza privarsi degli stessi<sup>7</sup>. In merito all'ampliamento della

<sup>4</sup> L'art. 2412 c.c. stabilisce un limite quantitativo all'emissione di obbligazioni necessario per bilanciare il rapporto fra il capitale di rischio e l'indebitamento rappresentato da questi titoli. La deroga prevista per le società quotate ed ora anche per quelle non quotate ma richiedenti l'ammissione del titolo in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, è motivata dal fatto che in ragione della quotazione il giudizio sulla situazione finanziaria dell'emittente viene attribuito direttamente dal mercato, costituendo implicitamente garanzia di attenta verifica.

<sup>5</sup> Il vantaggio fiscale è notevole se si pensa che in passato la deducibilità degli interessi corrisposti sui bond era consentita a condizione che al momento dell'emissione il tasso di rendimento non fosse superiore:

- al doppio del tasso ufficiale di riferimento applicato su obbligazioni e titoli similari negoziati in mercati regolamentati in UE inclusi nella c.d. "white list";
- al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per i titoli diversi dai precedenti. L. 28.12.95 n. 549 art. 3 co. 115.

<sup>6</sup> Ai sensi del TUF (banche, assicurazioni, fondi comuni d'investimento, fondi pensione).

<sup>7</sup> Il privilegio speciale risulta più efficiente delle tipiche garanzie reali in quanto generalmente le piccole imprese sono prive

platea di possibili investitori in *mini-bond*, il Decreto ha compreso anche le obbligazioni e titoli simili nell'ambito di applicazione della normativa relativa alla cartolarizzazione<sup>8</sup>. In tal modo si consente l'aggregazione di più *mini-bond* per creare *asset backed securities* che incorporino un'adeguata diversificazione del rischio e che raggiungano tagli di emissione sufficientemente elevati da interessare i grandi gestori. Altre misure volte ad incentivare la domanda di *mini-bond* hanno riguardato: la possibilità per le compagnie di assicurazione, per i fondi pensione e per le casse previdenziali dei professionisti di incrementare la quota di investimenti in questa categoria di titoli; l'esenzione dalla ritenuta d'acconto sugli interessi e sui proventi relativi ad obbligazioni o titoli simili che vengono corrisposti a fondi d'investimento a cui partecipino esclusivamente investitori istituzionali e che investono esclusivamente in *mini-bond*; l'ampliamento della copertura del Fondo statale di garanzia per le PMI alle sottoscrizioni di singole emissioni o sui portafogli di *mini-bond* da parte di investitori qualificati<sup>9</sup>;

- con il **decreto competitività** del 2014 sono state apportate migliorie aggiuntive in materia fiscale atte a favorire l'emissione e la sottoscrizione dei *mini-bond*. In particolare: l'ulteriore estensione del privilegio dell'esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi corrisposti dalle obbligazioni e titoli simili che non sono negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali ma sono detenuti da investitori qualificati; l'applicazione dell'imposta sostitutiva anche alle cessioni di contratti di finanziamento e ai trasferimenti delle garanzie ad essi relativi e l'ampliamento dei soggetti che possono usufruire del regime in questione (compagnie di assicurazione, società di cartolarizzazione e organismi di investimento collettivo che non sfruttano la leva finanziaria). Inoltre, il decreto competitività introduce un'importante innovazione che concerne il finanziamento creditizio affiancando alla banca nuovi attori offerenti: le imprese di assicurazione, le società di cartolarizzazione e i fondi comuni di investimento.

Le imprese che intendono emettere *mini-bond* devono assolvere a limitati requisiti normativi, in breve: essere costituite nella forma di spa, srl o società cooperativa; non essere banche o micro imprese; disporre degli ultimi due bilanci depositati. Le emissioni di *mini-bond* possono essere offerte direttamente agli investitori qualificati, tramite private placement, o quotate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, estero o nazionale. Borsa Italiana S.p.A. ha creato, nel

---

di beni immobili di particolare valore (ipoteca) e lo spossessamento è incompatibile con la necessità di servirsi del bene nel processo produttivo (pegno).

<sup>8</sup> L. 130/99.

<sup>9</sup> L'emissione che può essere oggetto di garanzia deve soddisfare molteplici requisiti: essere finalizzata allo sviluppo dell'impresa, non alla sostituzione di linee di credito già erogate, la quota coperta dal Fondo di Garanzia non deve essere assistita da altre garanzie, i titoli, la cui scadenza deve essere compresa tra i 36 e i 120 mesi, devono essere sottoscritti in data successiva a quella di approvazione della garanzia.

2013, un segmento del mercato obbligazionario ExtraMOT dedicato alla negoziazione dei *mini-bond*<sup>10</sup> e accessibile solo ad investitori professionali, da cui il termine ExtraMOT-Pro. I requisiti di ammissione e di informativa sono meno stringenti di quelli previsti per il mercato aperto agli investitori retail, con conseguenti risparmi di tempo e di costi. Gli adempimenti principali concernono la pubblicazione di un prospetto o di un documento di ammissione dal contenuto minimo, la pubblicazione del bilancio degli ultimi due esercizi di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione, la dematerializzazione dei titoli e la predisposizione sul proprio sito internet di una sezione dedicata agli investitori. Su tale pagina la società deve pubblicare: il prospetto informativo o il documento di ammissione, i bilanci e l'eventuale assegnazione di un *rating*. L'impegno a diffondere tutta l'informativa che possa influenzare il valore dei *mini-bond* permane fintanto che il titolo è quotato.

Oltre alle obbligazioni a medio-lungo termine, le società non quotate possono collocare titoli di debito a breve termine, nella forma di cambiali finanziarie, e obbligazioni partecipative subordinate. Per quanto concerne le obbligazioni a medio lungo termine, la normativa non pone vincoli in merito alle caratteristiche dei titoli mentre innova i requisiti delle cambiali finanziarie e introduce quelle partecipative subordinate.

## 2.1 CAMBIALI FINANZIARIE

Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie, equiparate per ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie, che presentano caratteristiche uniformi in merito al taglio (50.000 euro) e alla durata (compresa tra 1 mese e 36 mesi). L'intervento normativo del 2012 ha reso più accessibile questo strumento prevedendone l'emissione anche in forma dematerializzata per il tramite di una società autorizzata alla gestione accentrata di strumenti finanziari. Nel caso di società non quotata l'emissione deve essere assistita da uno *sponsor*, ad eccezione delle società diverse dalle PMI, che possono rinunciare alla sua nomina. La funzione dello sponsor, svolta da un intermediario finanziario, è quella di coadiuvare l'emittente in tutte le fasi del collocamento. I suoi obblighi concernono la sottoscrizione e il mantenimento nel proprio portafoglio di una quota del collocamento<sup>11</sup>, variabile in base alla dimensione dell'emissione; la segnalazione se l'importo delle cambiali in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente e la classificazione pubblica dell'emittente secondo cinque categorie di qualità creditizia. La rimozione dei vincoli civilistici e fiscali<sup>12</sup>, nonché la modifica della durata hanno consentito a questi strumenti di porsi, in teoria, come un'interessante alternativa al credito bancario per finanziare il capitale circolante.

<sup>10</sup> Il segmento è un sistema di scambi organizzato aperto alle obbligazioni, ai *project bond*, alle cambiali finanziarie e agli strumenti partecipativi.

<sup>11</sup> La sottoscrizione non è necessaria quando l'emissione è assistita da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento o da un confidi, per almeno il 25% dell'importo.

<sup>12</sup> Oltre ai vantaggi evidenziati nel paragrafo precedente è stata eliminata l'imposta di registro se le cambiali sono emesse in forma dematerializzata.

## 2.2 OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE SUBORDINATE

Si tratta di obbligazioni ibride che includono clausole di subordinazione, caratterizzate dalla postergazione del credito del portatore del titolo rispetto agli altri creditori, e di partecipazione agli utili sono state introdotte allo scopo di finanziare le *start up*, i turnaround tecnologici o per il rilancio aziendale. La clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo spettante al detentore del titolo in rapporto al risultato economico dell'impresa emittente. La clausola è costituita da due componenti: una fissa e l'altra variabile. In relazione alla prima viene stabilito che il tasso di interesse non possa essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento, ovvero al parametro determinato dalla Banca Centrale Europea di rifinanziamento delle altre banche. In merito alla componente variabile, invece, viene stabilito che l'emittente versi al finanziatore, entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio, una somma commisurata al risultato economico dell'esercizio, nella percentuale indicata all'atto dell'emissione. Questa somma è proporzionale al rapporto tra il valore nominale delle obbligazioni partecipative e la somma del capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, e del medesimo valore delle predette obbligazioni. Inoltre, le regole di calcolo della componente variabile vengono stabilite all'atto dell'emissione; non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione; sono dipendenti da elementi oggettivi; non possono discendere, in tutto o in parte, da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza.

## 3 EMISSIONE MINI-BOND E SOGGETTI COINVOLTI

Generalmente l'impresa medio piccola non dispone delle conoscenze necessarie per strutturare operazioni di finanza straordinaria, perciò il processo che conduce all'emissione e all'eventuale quotazione dei *mini-bond* viene affrontato avvalendosi delle competenze di operatori specializzati. È opportuno rivolgersi a soggetti specializzati che abbiano maturato esperienze in operazioni di questo tipo, che possano vantare solide conoscenze delle logiche di funzionamento dei mercati finanziari e dei loro attori. La varietà e numerosità degli interlocutori coinvolti dipende dalla dimensione delle risorse finanziarie da raccogliere, dalle specificità dell'impresa, nonché dalle caratteristiche dei titoli che si intendono collocare. Il coinvolgimento di alcuni soggetti è imprescindibile, per altri, quali, ad esempio la società di *rating*, il garante, lo sponsor e il gestore del mercato di negoziazione è opzionale, dipendendo dalle specificità dell'operazione. Fra gli operatori indispensabili possiamo citare:

- **l'advisor.** La figura di riferimento è senza dubbio il consulente finanziario che, previa redazione del *business plan*, al fine di chiarire gli obiettivi di investimento futuri dell'impresa, stima l'opportunità e la fattibilità dell'operazione. Fondamentale è la valutazione della solidità dell'emittente e la sua capacità di sostenere il rimborso del debito. La profondità dell'analisi differisce in ragione delle caratteristiche dell'emittente, dei progetti di sviluppo e della tipologia dei

potenziali investitori. L'*advisor* verifica la sussistenza dei requisiti richiesti dalla normativa e dal mercato, segnala eventuali criticità, predisporre i dati e i documenti necessari e supporta l'impresa nella definizione delle caratteristiche dell'operazione quali, ad esempio: controvalore dei titoli, scadenza, tasso d'interesse da corrispondere. Normalmente l'*advisor* affianca l'impresa nei rapporti con gli altri attori dell'operazione e coordina le attività necessarie;

- **il consulente legale.** Oltre a verificare il rispetto delle normative, il consulente legale è indispensabile per la redazione del regolamento del prestito, per definire e valutare le clausole poste degli investitori e tutelare l'emittente da possibili future contestazioni;
- **l'*arranger*.** Il collocamento vero e proprio dei titoli viene curato da un intermediario finanziario definito *arranger*. Quest'ultimo, con il supporto delle informazioni prodotte dalla società ed elaborate dall'*advisor*, contatta i potenziali investitori per presentare l'emittente. Gli incontri vengono condotti con lo scopo di saggiare il livello di interesse suscitato dall'operazione e di raccogliere indicazioni utili alla definizione della remunerazione richiesta e alle condizioni che potrebbero impattare sulla stessa (garanzie, *covenants*);
- **gli investitori.** La sottoscrizione dei *mini-bond* è prevalentemente realizzata dai cosiddetti investitori professionali, vale a dire coloro che posseggono le conoscenze e le competenze necessarie per valutare correttamente i rischi, specie quello di credito e quello di liquidità, tipici di questi strumenti. Accanto agli operatori tradizionali, quali: banche, SGR, SIM e Fondazioni la platea degli investitori si è arricchita dei fondi comuni di investimento che considerano i *mini-bond* quale specifica *asset class* verso la quale indirizzare le risorse raccolte presso altri investitori qualificati (i fondi di debito o di private debt) e dei soggetti che, a seguito della normativa citata in precedenza, sono autorizzati a includere fra le loro scelte di investimento anche i *mini-bond* (le assicurazioni e i fondi pensione).

#### 4 COSTI E BENEFICI DEI MINI-BOND ATTRAVERSO L'ANALISI DEL MERCATO

A distanza di quasi quattro anni dall'avvio del segmento professionale del mercato ExtraMOT-Pro di Borsa Italiana abbiamo elementi sufficienti per valutare il grado di apprezzamento dei *mini-bond* da parte delle imprese italiane e trarre alcune considerazioni in merito all'andamento del mercato. Secondo i dati forniti da Borsa Italiana S.p.A., dal 2013 a fine agosto 2016, 180 società hanno quotato 230 titoli sull'ExtraMOT-Pro raccogliendo più di 8 miliardi di euro. Occorre precisare però che questi dati non concernono esclusivamente le emissioni di *mini-bond* in quanto includono collocamenti che per importo nominale e per mercati di offerta rientrano nella definizione di obbligazioni *high yield*. Concentrando perciò l'attenzione alle emissioni di importo pari o inferiore a 50 milioni di euro, negoziate sul sistema



ExtraMOT-Pro, identifichiamo 125 società che in poco più di tre anni e mezzo hanno collocato 161 titoli per un importo complessivo di 1.473 miliardi di euro. La numerosità degli emittenti è ben lontana dalle stime che periodicamente vengono formulate circa il bacino di imprese potenzialmente idonee a emettere *mini-bond* e considerate interessanti dagli investitori<sup>13</sup>. Ciononostante, l'emissione e quotazione dei *mini-bond* ha rappresentato il primo passo di apertura al mercato per l'88% delle imprese considerate, emittenti i cui titoli azionari non erano quotati in alcun mercato e che hanno colto il vantaggio fiscale. Il campione, costituito da 107 società per azioni (85,6%), 13 società a responsabilità limitata (10%) e 5 società cooperative, è prevalentemente composto da PMI. Il 75% degli emittenti ha sede legale nel Nord Italia, ma cresce nell'ultimo anno la presenza di imprese del Sud Italia.

Le motivazioni che inducono le società ad emettere i *mini-bond* sono riconducibili al desiderio di favorire una crescita aziendale, interna o esterna, che necessita risorse finanziarie non disponibili in seno alla proprietà, all'esigenza di ristrutturare il passivo, rimborsando debiti in scadenza, generalmente bancari, o alla necessità di finanziare il capitale circolante. In base alle dichiarazioni formulate nei documenti di ammissione dei 161 titoli considerati prevale senza dubbio la finalità di raccogliere fondi per finanziare progetti di sviluppo (60% del campione), detta motivazione risulta più frequente proprio fra le PMI. I *mini-bond* collocati al solo scopo di riequilibrare il passivo sono stati 12 (7%) mentre ben il 16% del campione adduce motivazioni ambivalenti, talvolta generiche o vaghe. Vale la pena evidenziare che 15 imprese hanno raccolto circa 59 milioni di euro quotando 26 strumenti (16% del campione) per finanziare il capitale circolante. Lo strumento tecnicamente indicato per coprire detto fabbisogno è la cambiale finanziaria; la sua emissione può essere occasionale, dettata da una dilazione di pagamento non ricorrente concessa ad un cliente (strategia implementata da 4 società) o far parte di un programma di emissione di tipo rolling, caratterizzato da un rinnovo dell'emissione in scadenza, con implicito accordo di sottoscrizione da parte degli investitori (strategia seguita da 3 operatori per complessive 16 emissioni). Malgrado il tendenziale allungamento del ciclo finanziario del circolante di questi anni, con il conseguente incremento di fabbisogno di cassa, non si è assistito ad un impiego massivo di cambiali finanziarie. L'opinione diffusa è che, nonostante le modifiche normative sopra menzionate, lo strumento risulti troppo vincolante per le imprese. Perciò quest'ultime preferiscono utilizzare strumenti tradizionali, anche se più cari o più opachi. Al fine di raccogliere capitale a breve termine, evitando di trovare uno sponsor vigilato da Banca d'Italia che sottoscriva parte dell'emissione o di richiedere una garanzia sul 25% dell'importo – vincoli che gravano sui soggetti non quotati emittenti di cambiali finanziarie – alcune società hanno optato per una soluzione innovativa e meno onerosa: le obbligazioni a

<sup>13</sup> A titolo esemplificativo EIDOS Partners stima una platea di 3500 società, escluse quelle appartenenti ai settori *real estate* e servizi finanziari, con fatturato compreso tra 10 e 200 milioni di euro, posizione finanziaria netta/EBITDA max pari a 5 volte, EBITDA minimo pari a 3 milioni di euro.

brevissimo termine (*short mini-bond*). Le emissioni di questo tipo sono state 6, originate da altrettante società nell'ultimo anno e suggerite dal medesimo *advisory*.

L'impiego dei *mini-bond* può permettere di ottimizzare la gestione finanziaria dell'impresa, sia attraverso una maggiore diversificazione del debito e conseguente minore dipendenza dal canale bancario, sia tramite un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento, contribuendo ad una migliore coerenza tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo. La maggiore stabilità del credito conseguibile deriva sia dalla scadenza medio-lunga con cui vengono emessi i *mini-bond* – negli anni considerati si è assistito ad un progressivo allungamento della scadenza media delle emissioni che è passata da poco più di 3 anni, nel 2013, a quasi 7 anni, nel 2016; la scadenza più frequente si colloca a 5 anni – sia dalla modalità di rimborso: in unica soluzione alla scadenza del titolo (*bullet*) o modulabile secondo le esigenze dell'impresa, tramite ammortamento periodico (*amortizing*). Nel primo caso l'emittente fa fronte al pagamento dei soli interessi sul finanziamento ottenuto, limitando le uscite di cassa nel periodo in cui gli investimenti realizzati non hanno ancora generato adeguata liquidità. Nel secondo caso, la distribuzione fra più esercizi contabili della restituzione del capitale riduce il rischio finanziario (*duration*) per l'investitore, ma può prevedere un periodo di pre-ammortamento più prolungato rispetto alla prassi bancaria. Nonostante la modalità *bullet* sia prevalente (53% dei titoli), nell'ambito delle emissioni di *mini-bond* il rimborso progressivo del capitale è più diffuso fra le PMI e per i titoli con scadenza pari o superiore a 5 anni. La durata del finanziamento può comunque essere modificata dall'emittente attraverso la previsione della clausola *call*, il cui esercizio comporta il rimborso anticipato (la clausola è presente nel 70% del campione). La solidità economica dell'emissione di un *mini-bond* può essere rafforzata, in favore degli investitori, specificando nel regolamento del prestito obbligazionario un set di clausole che vincolano il comportamento dell'emittente. Il mancato rispetto dei *covenants* identificati può dar luogo ad una rinegoziazione della remunerazione o ad una accelerazione del rimborso. Le clausole in questione sono presenti in tutti i regolamenti, ovviamente la tipologia e la numerosità è variabile.

Per quanto concerne i costi e gli oneri derivanti dall'emissione di *mini-bond*, occorre dapprima evidenziare che il ricorso al mercato del capitale di debito comporta da parte dell'impresa, un aumento della trasparenza circa i progetti che si intendono finanziare e i risultati sperati. L'elevata illiquidità che generalmente caratterizza i *mini-bond* induce i potenziali investitori a condurre approfondite attività di due diligence che presuppongono intensi rapporti con l'impresa proponente. In secondo luogo, il finanziamento tramite *mini-bond* richiede un impegno economico derivante sia dagli oneri connessi all'analisi di fattibilità, alla gestione dell'emissione e all'eventuale quotazione (la Tavola 1 illustra le principali voci di costo), sia alla remunerazione da corrispondere sulle risorse ottenute.

**Tavola 1 - I costi per emettere mini-bond**

L'elenco delle varie voci di costo prevede:

- 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) 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';
- certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;
- consulenza 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*) 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;
- eventuale quotazione su un listino borsistico. ExtraMOT-Pro richiede 2.500 € una tantum e se il titolo è già quotato su altri mercati l'importo si riduce a 500 €;
- 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%.

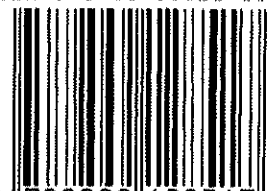
Va notato che i costi di emissione sono fiscalmente deducibili. Il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell'impresa, sia dalla complessità dell'emissione, sia dagli sforzi necessari per il collocamento.

Fonte: *Liberamente tratto da Osservatorio Minibond, 2° Report, febbraio 2016*

L'analisi dei titoli del nostro campione indica che la quasi totalità delle emissioni corrisponde interessi fissi, prevalentemente corrisposti semestralmente. Il tasso d'interesse medio si è progressivamente ridotto negli anni: passando dal 6,8% nel 2013 al 5% per le operazioni realizzate nel 2016. L'importo della remunerazione richiesta dal mercato è ovviamente funzione della durata, del rischio di insolvenza stimato e del livello di liquidità del titolo che notoriamente, dati i controvalori di emissione contenuti, risulta molto ridotta o assente. L'emissione di un *rating* può concorrere a ridurre l'onere richiesto dal mercato ma per quanto riguarda le emissioni analizzate non è pratica frequente: solo il 20% del campione dispone di un *rating* pubblico. Il rischio di credito insito nell'investimento in *mini-bond* è elevato, lo testimoniano i primi casi di default: entrambi registrati su emissioni risalenti al 2013<sup>14</sup>, pari al 20% dei titoli del nostro campione collocati in quell'anno. Rischio di credito ed illiquidità dei titoli in questione fanno sì che l'investimento sia sopportabile solo da investitori professionali, meglio se costituiti nella forma di *debt fund*.

<sup>14</sup> Si tratta di Grafiche Mazzucchelli dichiarata fallita nell'agosto del 2015 e di Filca Cooperative la cui emissione era stata valutata BBB+, poi declassata a BB+ e ancora a B-nel 2014, e posta in concordato preventivo nell'agosto 2016.

ISBN 978-88-99128-51-7



9 788899 128517