



POLITECNICO
MILANO 1863

SCHOOL OF MANAGEMENT

Osservatorio Mini-Bond

4° Report italiano sui Mini-Bond

febbraio 2018

Indice

	pagina
Introduzione	5
Executive summary	7
1. Mini-bond: definizioni e contesto	11
□ Definizioni metodologiche	11
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI nel 2017	12
□ L'evoluzione della normativa nel 2017	16
□ Il mercato borsistico ExtraMOT PRO	17
□ I mini-bond in Europa nel 2017	21
2. Le imprese emittenti	25
□ Il campione aggiornato al 2017: statistiche descrittive	25
□ I costi del collocamento	30
□ Le motivazioni del collocamento	31
□ L'analisi dei bilanci	32
3. Le emissioni	39
□ Le emissioni fino al 2017: statistiche descrittive	39
□ Scadenza e remunerazione offerta	42
□ Il <i>rating</i>	47
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	51
4. Gli attori della filiera	57
□ I consulenti finanziari: gli <i>advisor</i>	57
□ I consulenti legali	58
□ Gli <i>arranger</i>	58
□ Le società di <i>rating</i>	59
□ Gli investitori	59
□ Le banche agenti e le banche depositarie	60
□ Portali dedicati ai mini-bond	61
□ I fondi di investimento specializzati nei mini-bond	62
5. Le prospettive future	67
Appendice: elenco delle emissioni di mini-bond nel 2017	69
La School of Management	73
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	75

FIGURE

Figura 1.1	Indici del fatturato dell'industria (interno ed estero). Base 2010 = 100	12
Figura 1.2	Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2014 e il 2016, per dimensione di azienda	13
Figura 1.3	Rapporto tra nuovi investimenti e immobilizzazioni materiali dal 2007 al 2016: confronto grandi imprese / PMI	13
Figura 1.4	Rapporto fra debiti finanziari e capitale netto per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia	14
Figura 1.5	Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello <i>stock</i> disponibile dal 2012 al 2017 per attività	14
Figura 1.6	Percentuale delle PMI che individuano nell'accesso al capitale un problema molto rilevante (media Area Euro e valori in singoli Paesi)	15
Figura 1.7	Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2011 al 2017 (dati in miliardi EUR)	15
Figura 1.8	Il posizionamento di ExtraMOT PRO rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana	17
Figura 1.9	ExtraMOT PRO: flusso delle ammissioni e numero totale di titoli quotati (al netto dei <i>delisting</i>) dal 2014 al 2017	20
Figura 1.10	Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile degli scambi (in milioni EUR) dal 2014 al 2017	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 2017 e le emittenti 2016	26
Figura 2.3	Segmentazione delle imprese emittenti fra quotate e non quotate sul mercato borsistico, per classe di fatturato consolidato	26
Figura 2.4	Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato (sulle ascisse)	27
Figura 2.5	Segmentazione delle imprese emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO	27
Figura 2.6	Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: confronto fra le emittenti 2016 e le emittenti 2017	28
Figura 2.7	Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività	28
Figura 2.8	Segmentazione delle emittenti per dimensione del collocamento e per settore di attività	29
Figura 2.9	Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale	29
Figura 2.10	Localizzazione geografica delle imprese emittenti: confronto fra le emittenti 2016 e le emittenti 2017	30
Figura 2.11	Finalità dichiarate dell'emissione di mini-bond	31
Figura 2.12	Segmentazione delle imprese emittenti in funzione della situazione finanziaria di bilancio	32

	pagina
Figura 3.1	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond dal 2014 al 2017 39
Figura 3.2	Flusso temporale del controvalore di emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2017. Dati in milioni EUR 40
Figura 3.3	Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni EUR) 41
Figura 3.4	Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa) 41
Figura 3.5	Distribuzione complessiva del controvalore delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni) 42
Figura 3.6	Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni) 42
Figura 3.7	Distribuzione complessiva della scadenza del titolo 43
Figura 3.8	Distribuzione della scadenza dei mini-bond: confronto fra 2016 e 2017 43
Figura 3.9	Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese 44
Figura 3.10	Controvalore totale delle emissioni di mini-bond del campione in scadenza nei prossimi anni. Valori in milioni EUR 45
Figura 3.11	Distribuzione della cedola dei mini-bond 45
Figura 3.12	La cedola dei mini-bond: confronto fra 2016 e 2017 46
Figura 3.13	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese 46
Figura 3.14	Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto 50 milioni EUR 47
Figura 3.15	Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze 47
Figura 3.16	Presenza del <i>rating</i> sui mini-bond. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni) 48
Figura 3.17	Distribuzione del <i>rating</i> iniziale 50
Figura 3.18	Matrice delle transizioni fra le diverse classi di <i>rating</i> 51
Figura 3.19	Presenza di opzioni <i>call e/o put</i> . Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni) 51
Figura 3.20	Presenza di garanzie relative al rimborso. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni) 52
Figura 3.21	Presenza di <i>covenant</i> finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni) 53
Figura 3.22	Casi di ridiscussione dei <i>covenant</i> e di altri eventi 'traumatici' per le emissioni di mini-bond 54
Figura 4.1	Gli <i>arranger</i> più attivi sul mercato dei mini-bond nel 2017, per i collocamenti fino a EUR 50 milioni 58
Figura 4.2	La 'mappa' degli investitori nei mini-bond nel 2017 (emissioni sotto 50 milioni EUR): copertura del campione 85% 60
Figura 4.3	Il posizionamento dei fondi chiusi specializzati nei mini-bond nelle tipologie di investimento mobiliare 62

TABELLE

Tabella 1.1	Riassunto delle principali innovazioni legislative introdotte sui mini-bond dal 2012 ad oggi	16
Tabella 2.1	Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di mini-bond (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani)	34
Tabella 2.2	<i>Compounded annual growth rate</i> (CAGR) dei ricavi consolidati a cavallo dell'emissione di un mini-bond	36
Tabella 3.1	Statistiche sulle modalità di rimborso del capitale	44
Tabella 3.2	Statistiche sull'attribuzione del <i>rating</i>	49
Tabella 3.3	Tabella di corrispondenza fra i giudizi delle <i>credit rating agency</i>	50
Tabella 3.4	Statistiche sull'esistenza di opzioni <i>call</i> e <i>put</i>	52
Tabella 4.1	Gli investimenti dei fondi italiani di <i>private debt</i> effettuati nel 2017 nei mini-bond del campione	63

BOX

Box 1.1	Le evoluzioni nel mondo <i>fintech</i>	23
Box 2.1	Le esperienze delle aziende: focus sul comparto industriale	33
Box 2.2	ELITE e il Basket Bond del 2017	35
Box 2.3	La situazione delle emittenti in potenziale insolvenza	36
Box 2.4	I mini-bond... nel pallone	37
Box 3.1	Le cambiali finanziarie: una razza in via di estinzione?	40
Box 3.2	I <i>project bond</i> nel 2017	48
Box 4.1	Le finanziarie regionali e i mini-bond	61
Box 4.2	Il Fondo Centrale di Garanzia interviene a supporto dei mini-bond	64
Box 4.3	AIFI e il mercato del <i>private debt</i>	65

Introduzione

Già un anno fa affermammo che chi si attendeva un rapido declino dell'industria dei mini-bond in Italia sarebbe stato probabilmente deluso. Oggi la previsione è diventata certezza. I numeri disponibili a fine 2017 descritti in questo Report confermano che l'industria nazionale dei mini-bond continua a crescere, gradualmente ma senza cedimenti. Sono ben 105 le imprese italiane, in gran parte PMI, che per la prima volta hanno raccolto capitale di debito attraverso il mercato mobiliare con emissioni inferiori a € 500 milioni, opportunità fino a qualche anno fa appannaggio praticamente esclusivo delle grandi imprese e delle società quotate in Borsa. La raccolta totale effettuata nel 2017 attraverso i mini-bond è stata di € 5,5 miliardi, di cui quasi € 1,4 miliardi verso le PMI.

Il *database* dell'Osservatorio può oggi contare su 467 emissioni (di cui 398 sotto € 50 milioni) effettuate da 326 imprese, di cui circa la metà classificabili come PMI. Si tratta di una mole di dati che comincia ad essere significativa e che è oggetto di analisi in questo Report (attraverso le consuete statistiche sulle imprese emittenti, sulle emissioni e sui protagonisti della filiera, fra cui investitori, consulenti e intermediari), ma lo sarà ancora di più nei prodotti della ricerca futura.

Un doveroso rinnovato 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.

Proprio grazie a tale supporto, quest'anno avremo il piacere di mettere a disposizione della *community* un estratto in lingua inglese del Report, con ciò fornendo al mercato degli investitori internazionali un importante punto di riferimento per conoscere questa *asset class* e per apprezzare sia la ricchezza del tessuto industriale nazionale sia la capacità di esprimere eccellenze nella produzione.

Siamo oltremodo riconoscenti anche verso tutti coloro che hanno contribuito alla raccolta e alla verifica delle informazioni qui contenute; quest'anno desideriamo ringraziare in particolare la Banca d'Italia per la collaborazione gentilmente concessa.

Le porte sono aperte per chi volesse ulteriormente contribuire alla ricerca e al dibattito. Ovviamente, come al solito, *'all errors are our own'*.

febbraio 2018

Executive summary

Mini-bond: definizioni e contesto

Il metodo di ricerca dell'Osservatorio definisce i 'mini-bond' come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) emessi da società quotate o non quotate in Borsa, in virtù delle innovazioni normative introdotte dal 2012 in avanti.

In particolare ci riferiamo a emissioni da parte di società di capitale o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni) di importo massimo fino a € 500 milioni, non quotate su listini aperti agli investitori *retail*. Un focus particolare è dedicato alle emissioni sotto € 50 milioni.

L'industria dei mini-bond ha confermato e rafforzato nel 2017 lo sviluppo costante evidenziato nei Report precedenti. La crescita è proseguita nonostante il miglioramento delle condizioni di accesso al credito registrate nell'ultimo biennio, confermando l'opzione del mini-bond quale fonte di finanziamento alternativa e complementare soprattutto in preparazione (come se fosse un 'allenamento') a successive operazioni sul mercato mobiliare.

Il 2017 si è confermato un anno di crescita anche per la piattaforma di scambio ExtraMOT PRO, gestita da Borsa Italiana, il listino più 'adatto' per i mini-bond, con procedure di ammissione semplici, rapide e poco costose. A fine 2017 i titoli quotati erano 201 per un controvalore nominale complessivo di oltre € 10,5 miliardi, pur con scambi ridotti data la logica 'buy-and-hold' di molti investitori specializzati. Un'interessante novità del 2017 è stata l'apertura di un segmento del listino dedicato ai *social bond* e ai *green bond*.

L'Italia continua a rappresentare uno dei punti di riferimento nel mercato dei mini-bond in Europa sia in termini di volume delle emissioni che di numero di aziende coinvolte.

Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato 326 imprese che alla data del 31 dicembre 2017 avevano collocato mini-bond in Italia. Nel 2017 le emittenti sono state 137 (di cui ben 103 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), con un significativo aumento rispetto all'anno precedente.

Nel campione totale, 154 emittenti sono identificabili come PMI non finanziarie. Rispetto al 2016, nel 2017 è leggermente diminuita la percentuale delle PMI. È invece aumentata l'incidenza delle Srl rispetto alle SpA (da 11% a 19%).

Nel campione totale compaiono anche 33 imprese già quotate sul mercato azionario.

Il fatturato delle imprese emittenti è molto variabile: nel 34% dei casi è compreso fra € 10 milioni e € 50 milioni ma compaiono anche ben 76 società con fatturato inferiore a € 10 milioni. Nel 2017 è raddoppiato il numero di emittenti con fatturato compreso fra € 100 milioni e € 500 milioni.

Per quanto riguarda il settore di attività, si registra la netta supremazia del comparto manifatturiero (44% del campione); addirittura nel 2017 il peso relativo di questo comparto è pari alla metà del totale. I settori rappresentati sono comunque molti diversificati, dal commercio alle *utilities*, dai servizi all'immobiliare, dall'informatica alle costruzioni.

La collocazione geografica evidenzia come sempre una netta prevalenza delle regioni del Nord; il 2017 ha visto però una minore rilevanza della Lombardia che rimane comunque in vetta alla classifica con 85 emittenti.

Completano il quadro un'analisi dei costi connessi all'emissione e una panoramica sulle motivazioni del collocamento dalla quale si conferma come dominante l'obiettivo di finanziare la crescita interna dell'a-

zienda (nel 63% dei casi, soprattutto per le PMI). Al secondo posto emerge l'obiettivo di **ristrutturare le passività dell'impresa** (soprattutto per le grandi imprese). Seguono le strategie di **crescita esterna tramite acquisizioni**, e il fabbisogno di alimentare il ciclo di **cassa del capitale circolante**.

L'analisi dei **bilanci consolidati** focalizzata sulle PMI non finanziarie emittenti mostra **situazioni abbastanza diversificate** rispetto alla marginalità operativa all'emissione (con ben 17 imprese con EBITDA negativo). La **redditività appare contenuta ma in leggero miglioramento** appena prima del collocamento del mini-bond. In media si riscontra un buon **aumento del fatturato prima dell'emissione** e - limitatamente alle PMI per cui sono disponibili i bilanci - anche dopo l'emissione; per circa un quarto delle imprese non si registrano però variazioni significative.

Il Report documenta i **(pochissimi) casi di default e richieste di concordati** aggiornati al 2017 nonché le situazioni a rischio di insolvenza e alcuni casi di **ridiscussione dei covenant** previsti nei contratti con gli investitori, di cui però la maggioranza sono correlate a ragioni tecniche e formali.

Le emissioni

L'Osservatorio dispone ormai di osservazioni su **467 emissioni di mini-bond** effettuate dalle imprese del campione a partire da novembre 2012 (in alcuni casi le imprese hanno condotto più emissioni). Di queste, ben **398 hanno importo sotto € 50 milioni**. Si tratta in gran parte di obbligazioni, ma compaiono anche **28 cambiali finanziarie** (titoli che però sembrano perdere popolarità nel 2017, con solo una emissione). Il **valore nominale totale dei mini-bond supera € 16,9 miliardi** (€ 2,9 miliardi considerando solo le emissioni fatte da PMI, € 3,2 miliardi considerando solo le emissioni sotto € 50 milioni).

Il 2017 ha contribuito con **170 emissioni** (in buon aumento rispetto alle 110 del 2016) con controvalore totale € 5,5 miliardi. La **raccolta effettuata nei dodici mesi dalle PMI è stata pari a € 1,4 miliardi**. Delle 170 emissioni, **147 sono sotto la taglia di € 50 milioni**. Si conferma una **stabilizzazione del valore medio delle emissioni** (€ 45 milioni nel secondo semestre, € 27 milioni nel pri-

mo semestre).

Nel campione totale, **più del 50% delle emissioni è sotto la soglia di € 5 milioni**.

Molti titoli (275 su 467) sono stati quotati su **ExtraMOT PRO**. Nel 2017 però è **aumentata decisamente la percentuale dei mini-bond unlisted** (al 42%). Alcune emissioni (47) sono state quotate su listini esteri (in Germania, Irlanda, Austria e Lussemburgo). Per quanto riguarda la **scadenza**, la distribuzione continua ad essere molto variegata, con una serie di titoli **short term** con **maturity** pochi mesi ed emissioni a scadenza anche oltre dieci anni (in particolare per i **project bond**). Il **valore medio del 2017 è 4,9 anni** (in discesa rispetto al valore di 5,6 anni del 2016).

Una lieve maggioranza dei titoli nel campione complessivo (il 51,2%) prevede il **rimborso del titolo** alla scadenza (**bullet**), soprattutto per le emissioni più grandi e per le imprese già quotate in Borsa. Nelle emissioni a lunga scadenza e in quelle sotto € 50 milioni è relativamente più frequente la modalità **amortizing**, con un rimborso graduale fino alla scadenza.

Sulla base dei dati raccolti, viene elaborata anche una **proiezione dei flussi di capitale in scadenza** nei prossimi anni, e quindi da rifinanziare. Nel prossimo quadriennio si parla di uno **stock** pari a circa € 2,4 miliardi ogni anno.

Per quanto riguarda la **cedola**, in quasi tutti i casi è fissa mentre in 58 casi è variabile. Il **valore medio della cedola fissa per l'intero campione è pari a 5,15%**, quello mediano è il 5,00%. In linea con l'andamento dei tassi di interesse sul mercato, si riscontra per il terzo anno consecutivo nel 2017 una **riduzione del coupon** (la media è 4,74% rispetto a 4,94 dell'anno prima).

I mini-bond del campione sono associati a un **rating nel 34% dei casi** (di cui il 21% 'pubblico', distribuito quasi equamente fra **investment grade** e **speculative grade** mentre il 13% è **unsolicited** o **undisclosed**). Il ricorso al **rating è calato ancora nel 2017** ed è riscontrato soprattutto fra le grandi imprese, e per le emissioni sopra € 50 milioni.

Un'analisi inedita sull'**evoluzione temporale del rating pubblico** su 100 emissioni ha evidenziato un ridotto numero di 'migrazioni', ugualmente suddivise fra **upgrade** e **downgrade**.

La **presenza di opzioni call e put** rispetto

al rimborso del capitale sono frequenti nei mini-bond; nel 22% dei casi il titolo può essere rimborsato in anticipo a discrezione dell'emittente (*call*), nel 21% a discrezione dell'investitore (*put*), nel 40% dei casi sono previste entrambe le opzioni.

La presenza di una **garanzia** sul rimborso del capitale, a dare maggiore sicurezza agli investitori (quale può essere un pegno), è **rimasta stabile nel 2017** (riguarda il 26% dei casi) e continua ad essere più frequente per le società di grande dimensione e per i collocamenti di lungo termine.

Il rispetto di determinati **covenant** in funzione di *ratio* patrimoniali-reddituali-finanziari è presente nel 51% dei casi, ed è relativamente più frequente per le emissioni di importo minore e per quelle di lungo termine.

Gli attori della filiera

La ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore che ha caratterizzato il mercato dei mini-bond nel 2017. **L'advisor** è un consulente destinato ad affiancare l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del *business plan*, dell'*information memorandum* e nella definizione di tempi e modalità dell'emissione.

I **consulenti legali** si occupano di verificare gli aspetti formali e di *compliance* rispetto ai contratti e ai regolamenti o prospetti del prestito.

L'arranger si occupa invece del collocamento dei titoli sul mercato, individuando i potenziali investitori e occupandosi del *'fine tuning'* rispetto alla definizione dei rendimenti offerti.

La **società di rating** è un altro attore di riferimento nell'emissione di giudizi indipendenti sulla solvibilità dell'emittente.

Importante anche il ruolo delle **banche agenti e delle banche depositarie**, che assistono le emittenti nei processi amministrativi correlati alla dematerializzazione dei titoli e alla gestione dei pagamenti. Il Report identifica per ognuno di questi ruoli i **principali player esistenti sul mercato italiano**.

Per quanto riguarda gli **investitori** che hanno sottoscritto i mini-bond di taglia inferiore a € 50 milioni, **il 2017 ha visto confermato il ruolo importante dei fondi chiusi di private debt** (con investimenti pari al 24% del totale rispetto al campione coperto) ma

il sorpasso da parte degli investitori esteri (con una quota del 25%). In aumento risulta il ruolo delle **banche nazionali** (17%) mentre si registra l'attivismo delle **finanziarie regionali** (6%) e l'investimento diretto da parte della Cassa Depositi e Prestiti (5%).

Le prospettive future

In conclusione del lavoro, come sempre, vengono proposte **alcune riflessioni**, che serviranno per indirizzare l'attività di ricerca futura dell'Osservatorio.

Per il 2018 le aspettative (finora confermate) prevedono **una crescita in linea con i dati del 2017**.

1. Mini-bond: definizioni e contesto

Definizioni metodologiche

La ricerca condotta dall'Osservatorio Mini-Bond considera i titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) e le cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) emessi dalle imprese italiane, in particolare di piccola-media dimensione. Le normative di riferimento sono contenute nel Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83 ("Decreto Sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 ("Decreto Sviluppo Bis"), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano "Destinazione Italia") e nel D.L. 24 giugno 2014 n. 91 ("Decreto Competitività").

Si tratta di titoli di debito emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori professionali e qualificati, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole. Tale tipologia di strumenti è ben nota a imprese e investitori (e anche al Codice Civile, che ne disciplina l'emissione negli articoli 2410-2420 per le SpA, e nell'articolo 2483 per le Srl), ma fino al 2013 si trattava di forme di finanziamento quasi esclusivamente utilizzate solo da imprese quotate, o comunque non 'diffuse' sul mercato.

Anche per questo quarto 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, una SIM o una SGR e comunque non fa parte di un gruppo bancario soggetto alla vigilanza di Banca d'Italia;
3. l'emittente non è un veicolo costituito *ad hoc* con l'unico obiettivo di finanziare un'acquisizione o una cartolarizzazione o un'altra operazione finanziaria;
4. l'emissione è caratterizzata da un valore massimo pari a € 500 milioni (considerato cumulato per emissioni diverse che avvengono nello stesso periodo ravvicinato);
5. il titolo non è quotato su un mercato borsistico regolamentato, aperto a investitori *retail*.

Si noti che i limiti prima enunciati non considerano variabili dimensionali dell'impresa emittente quali fatturato o totale dell'attivo. 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 quarto *report* andremo a differenziare tutte le statistiche distinguendo fra PMI e grandi società, con *focus* particolare sull'industria e sulle emissioni con importo inferiore a € 50 milioni.

L'attenzione sul nuovo mercato dei mini-bond in Italia è sorta in un contesto del tutto particolare riferito agli effetti nefasti della crisi finanziaria partita nel 2008 e alla riduzione dell'offerta di credito dalle banche soprattutto nei confronti delle PMI, fenomeni che nel corso dell'ultimo biennio certamente si sono attenuati soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea. Ciononostante come evidenzieremo nelle prossime pagine il mercato dei mini-bond ha continuato a crescere con nuove emissioni, a testimoniare da una parte che si tratta di un valido strumento per differenziare le fonti di finanziamento, soprattutto nel lungo termine, e dall'altra che l'interesse verso questa *asset class* si è confermato anche per il 2017.

Il contesto del mercato del capitale per le PMI nel 2017

Il 2017 è stato finalmente un anno positivo per l'economia italiana, tanto per l'industria quanto per i mercati finanziari. Il tasso di cambio dell'euro contro dollaro (rimasto sotto la soglia di \$ 1,10 fino a metà maggio) ha favorito le esportazioni; i tassi di interesse si sono mantenuti stabilmente bassi se non negativi (il tasso Euribor a 3 mesi è rimasto praticamente inchiodato per tutto l'anno a -0,33%); la produzione industriale è risultata in progresso in quasi tutti i mesi e l'indice FTSE MIB è cresciuto durante l'anno del 13,6%.

La situazione congiunturale

Secondo la Banca Mondiale¹, nel 2017 l'economia globale è cresciuta di circa il 3%, il che rappresenta l'aumento più importante dal 2011. L'Asia orientale (soprattutto la Cina) e la zona del Pacifico hanno contribuito a questo risultato per oltre un terzo.

In Italia, le più aggiornate stime dell'Istat parlano di un incremento del PIL nel 2017 pari a +1,5% (una crescita quasi doppia rispetto al debole incremento del 2016).

Il progresso è stato determinato soprattutto dalla bilancia commerciale e dagli investimenti. Il fatturato industriale, rilevato da Istat fino a ottobre 2017, è cresciuto su base annuale del 6,0% mentre l'incremento annuale per gli ordinativi è del 12,5%, rafforzando le tendenze del 2016 grazie soprattutto ai beni strumentali (più che a quelli di consumo) e alle esportazioni (si veda la Figura 1.1). I comparti produttivi che si sono distinti per la migliore *performance* sono i prodotti petroliferi e la meccanica, trainata dagli incentivi di iper-ammortamenti e super-ammortamenti.

Gli effetti sugli utili delle imprese saranno visibili solo fra qualche mese. Nel frattempo è possibile commentare i risultati dei bilanci del 2016, che mostrano incrementi medi del fatturato pari al 2% su base annua² (rispetto al 3,2% dell'anno precedente); è proseguita, per il quarto anno consecutivo, la crescita della redditività (sia del capitale investito sia del capitale azionario). Le aziende hanno tenuto sotto controllo i costi esterni, riuscendo ad accelerare la crescita del valore aggiunto (+4,4%, dal +4% dell'anno precedente). Sono invece aumentati i costi per il personale (+3,4%). Ha continuato a soffrire il comparto delle costruzioni, con un fatturato in crescita 'solo' dell'1,3%.

Le piccole e medie imprese

Focalizzando l'attenzione sulle PMI, il 2016 ha visto un incremento netto del loro numero, per circa 5.000 unità; con un totale di 145.000 imprese, sembra ormai prossima la soglia 'psicologica' delle 150.000 unità che risultavano in Italia prima della crisi³.

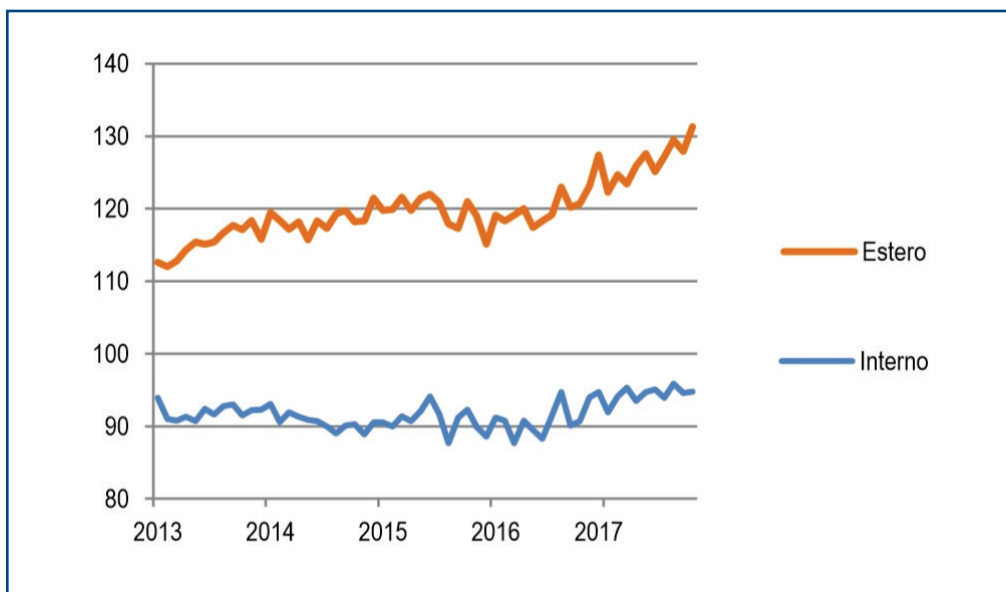
I ricavi sono aumentati del 2,3% sull'anno precedente (si veda la Figura 1.2), in leggero rallentamento rispetto al 2015 (+2,8%), con le PMI industriali a trainare la crescita. Il

¹ Fonte: Global Economic Prospects, gennaio 2018

² Fonte: Osservatorio sui Bilanci 2016, Cerved

³ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2017

Figura 1.1
Indici del fatturato dell'industria (interno ed estero). Base 2010 = 100. Fonte: Istat



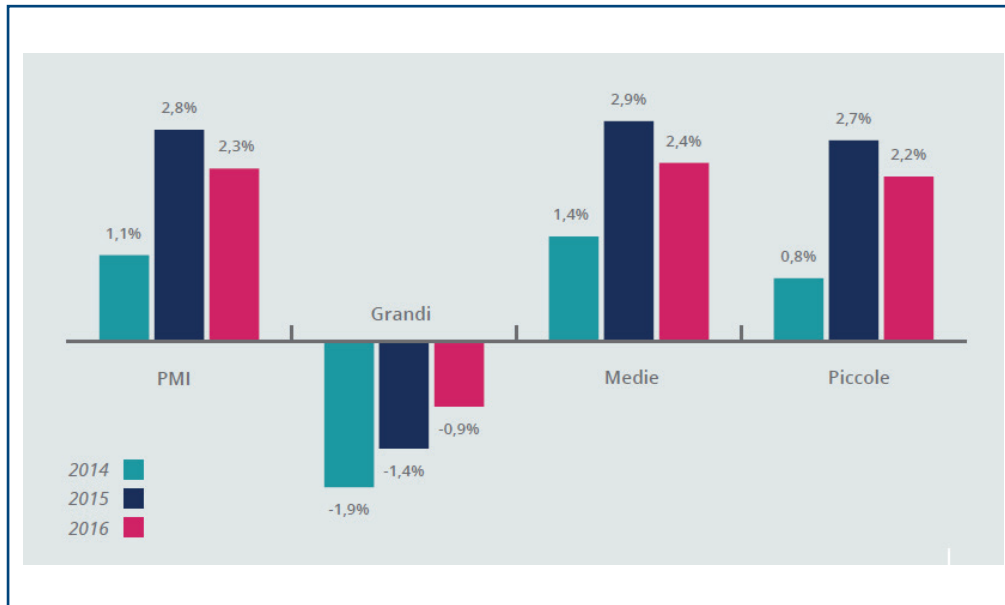


Figura 1.2

Variatione del fatturato delle imprese italiane fra il 2014 e il 2016, per dimensione di azienda.

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2017

valore aggiunto è invece cresciuto a un tasso superiore, pari al 4,1%. I margini lordi sono cresciuti a ritmi più sostenuti per le medie imprese, ma hanno rallentato tra le piccole imprese, con una crescita per il complesso delle PMI che si è attestata al 3,6%.

Si è ulteriormente ridotto il costo del debito delle PMI che, in termini di rapporto tra oneri e debiti finanziari, ha raggiunto una quota del 3,8%, il livello più basso degli ultimi anni. Questo calo ha contribuito al miglioramento della redditività netta delle PMI, che è tornata a superare i livelli del 2008 e si è molto avvicinata a quelli pre-crisi. Il return on equity (ROE) è passato da 9,2% a 10,2% e si conferma a livelli più alti di quelli fatti registrare dalle grandi imprese. I miglioramenti in termini di redditività sono diffusi a tutti i settori, con un livello del ROE particolarmente elevato nell'industria.

Il contesto favorevole è pure testimoniato dalla diminuzione del numero di PMI che hanno chiuso l'esercizio in perdita, il 22,4% del totale delle società esaminate dallo studio di Cerved.

La Figura 1.3 evidenzia il continuo recupero degli investimenti, che nel 2016 sembra avere interessato più le PMI (per le quali il rapporto tra investimenti materiali e immobilizzazioni tocca il 7,8%, rispetto al 6,2% dell'anno precedente).

L'indebitamento e la disponibilità di credito

Il 2017 ha visto un nuovo generalizzato calo della leva finanziaria per le imprese indu-

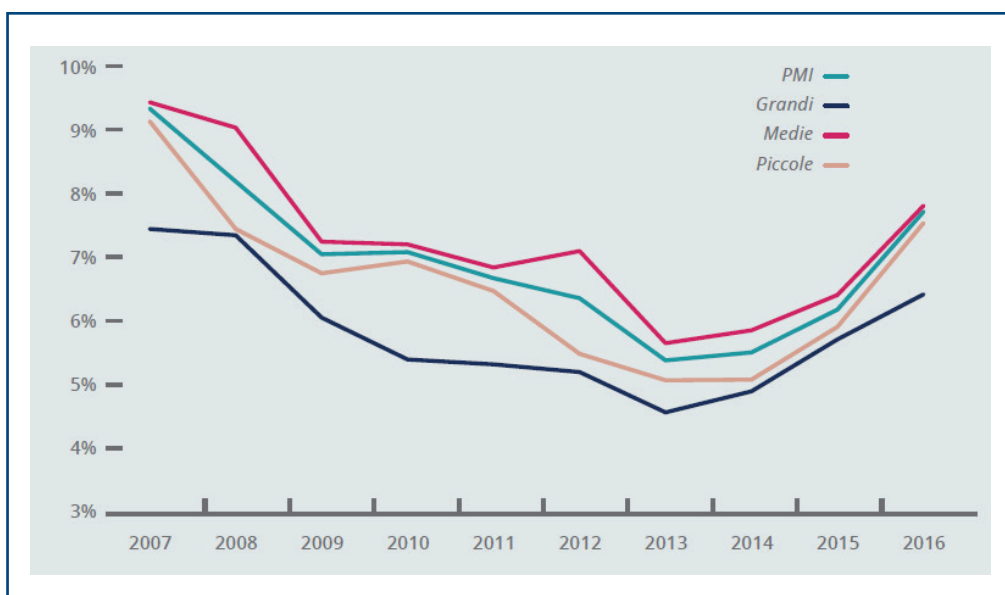
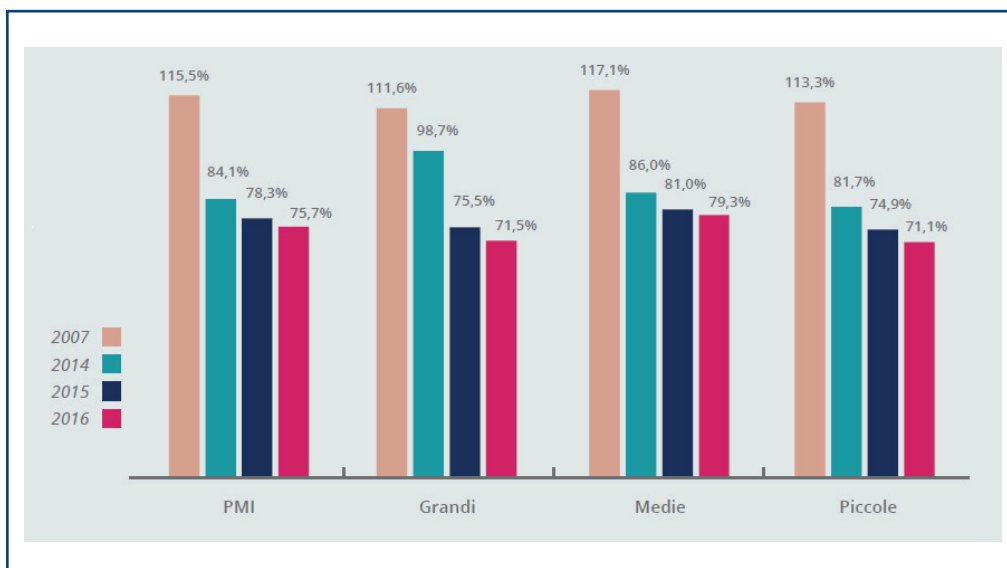


Figura 1.3

Rapporto tra nuovi investimenti e immobilizzazioni materiali dal 2007 al 2016: confronto grandi imprese / PMI.

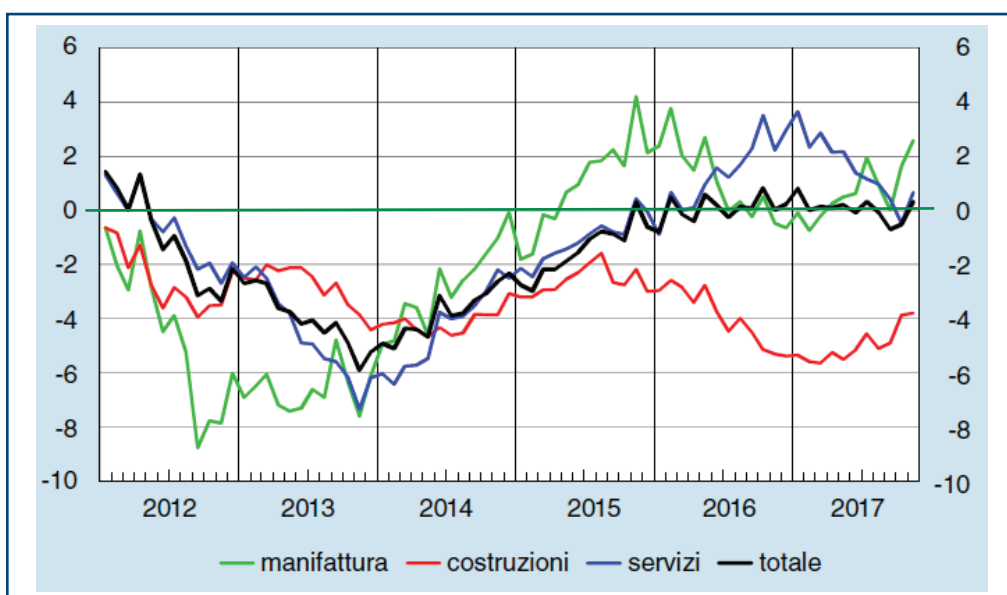
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2017

Figura 1.4
Rapporto fra debiti finanziari e capitale netto per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia.
 Fonte: Rapporto Cerved PMI 2017



striali italiane, confermando il *trend* descritto nei Report precedenti. Le statistiche più recenti di Banca d'Italia sui conti finanziari, riferite al terzo trimestre 2017, ci mostrano che lo *stock* esistente di prestiti di origine bancaria a breve termine per le imprese non finanziarie è passato nel corso di 12 mesi da € 269,5 miliardi a € 239,3 miliardi, mentre i prestiti a lungo termine sono scesi da € 513,8 miliardi a € 491,3 miliardi. I dati di bilancio effettivi (si veda la Figura 1.4) evidenziano che per le PMI il valore medio della leva finanziaria (definita come rapporto fra debiti finanziari e capitale netto) è passato dal 115,5% del 2007 al 75,7% nel 2016 (71,1% per le sole piccole imprese). Va evidenziato nel 2016 un importante miglioramento della patrimonializzazione delle PMI, grazie agli utili reinvestiti e agli aumenti di capitale. Grazie alla crescita dei margini e alla riduzione del *leverage*, combinate con un'ulteriore lieve riduzione del costo del debito, il rapporto fra oneri finanziari e margine operativo ha pure continuato a scendere nel 2016, ad un valore di 13,8% per le grandi imprese e 16,7% per le piccole. Focalizzando sulla disponibilità di credito, i dati diffusi da Banca d'Italia nel Bollettino Economico di gennaio 2018 e riportati in Figura 1.5 confermano che il flusso di prestiti bancari si è stabilizzato, ma con significative differenze fra diverse industrie: l'offerta di credito è leggermente aumentata nei servizi (primo semestre) e nel manifatturiero (secondo semestre) mentre continua a ridursi nel mondo delle costruzioni. Inoltre, si registra un calo dell'1% su base annuale per le PMI, più marcato nel Centro-Nord. Il tasso medio annuale sui nuovi prestiti alle imprese rimane stabile rispetto al 2016.

Figura 1.5
Il credito bancario a favore delle imprese italiane: variazione dello stock disponibile dal 2012 al 2017, per attività.
 Fonte: Bollettino Economico, Banca d'Italia



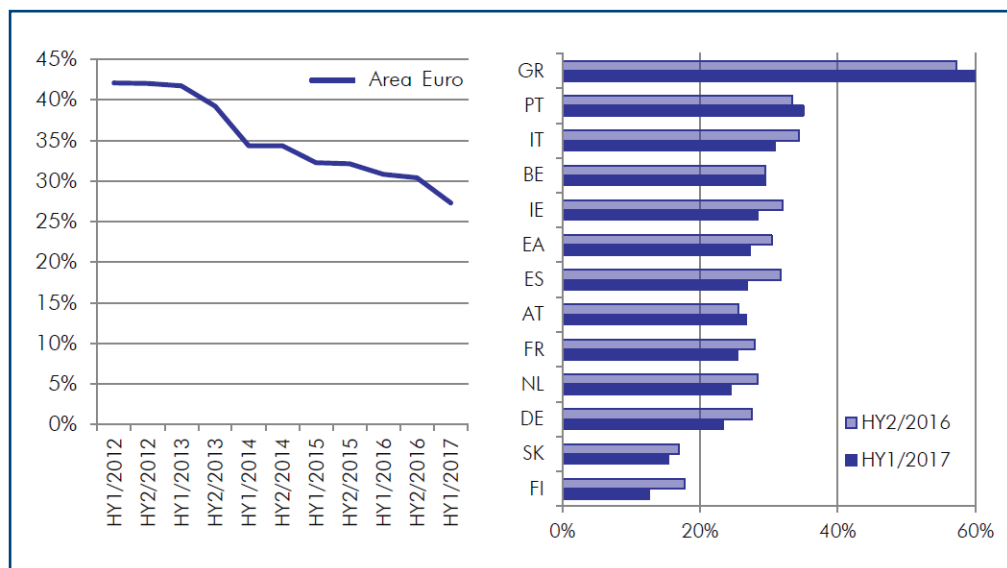


Figura 1.6

Percentuale delle PMI che individuano nell'accesso al capitale un problema molto rilevante (media Area Euro e valori in singoli Paesi).
Fonte: EIF, "European Small Business Finance Outlook", December 2017

Il consolidamento delle prospettive positive dell'economia reale influisce positivamente anche sulla qualità del credito e si riduce il flusso dei crediti deteriorati.

Le PMI italiane continuano comunque a percepire il razionamento del credito come un problema importante, più che in altri Paesi dell'Unione Europea. La Figura 1.6 mostra i risultati dell'indagine annuale promossa dal Fondo Europeo per gli Investimenti, dalla quale si evince che solo in Grecia e Portogallo il vincolo finanziario è indicato come un problema rilevante, più che in Italia.

In base ai dati di bilancio⁴, nel 2016 ben 53.000 PMI italiane (il 39% del totale) non ricorrono al capitale bancario per finanziare la propria attività; nel 2009, 'solo' il 29% delle PMI operava autofinanziandosi completamente. Quelle che ricorrono a risorse finanziarie di tipo non bancario sono 12.500, ovvero il 9%.

⁴ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2017

La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

Non stupisce che il livello dei tassi di interesse sul mercato abbia incentivato anche nel 2017 il ricorso all'emissione di titoli di debito sul mercato mobiliare. Cionondimeno, secondo i dati di Banca d'Italia⁵, il 2017 è stato un anno eccezionale in termini di raccolta netta da emissioni obbligazionarie per le imprese non finanziarie (si veda la Figura 1.7). Le emissioni lorde hanno sfiorato € 34 miliardi, praticamente il doppio rispetto agli anni precedenti; al netto dei rimborsi di titoli, il saldo è ragguardevole, pari a quasi € 22 miliardi, contro un valore negativo nel biennio precedente.

⁵ Fonte: Banca d'Italia, "Mercato finanziario"

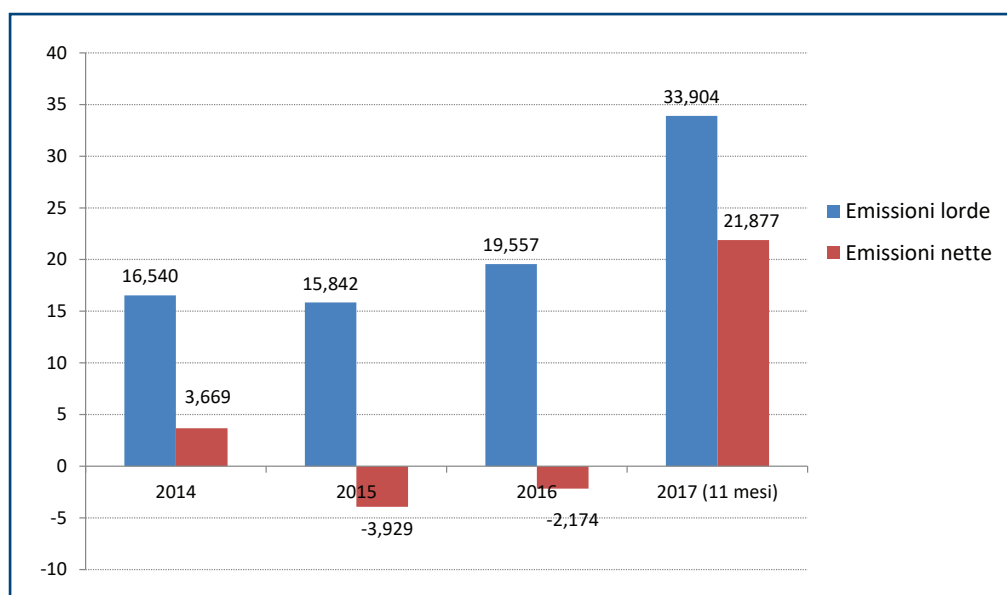


Figura 1.7

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2011 al 2017 (dati in miliardi EUR).
Fonte: Banca d'Italia

⁶ Fonte: Banca d'Italia, "Conti finanziari"

Nell'ambito delle passività finanziarie (mezzi di terzi) i titoli obbligazionari hanno raggiunto nel 2017 una frazione pari al 12,6% nell'universo delle imprese non finanziarie⁶. Focalizzando l'attenzione solo sulle PMI, secondo le stime del nostro Osservatorio meglio dettagliate nelle prossime pagine (si veda la Figura 3.2), negli ultimi tre anni le piccole e medie imprese italiane hanno raccolto con titoli mobiliari di debito circa € 3,2 miliardi, una somma contenuta in valore assoluto, ma che è destinata a crescere progressivamente nel futuro.



**Umberto Piattelli
(Osborne Clarke)**

"I PIR cominciano a produrre i loro effetti sulla raccolta di capitali promossa dalle PMI italiane. Stiamo quindi per assistere ad una nuova rivoluzione che porterà il mercato dei mini-bond (quotati e non) e quello dei capitali (AIM Italia) verso una bolla speculativa?"

⁷ Fonte: Mappa trimestrale del risparmio gestito

L'evoluzione della normativa nel 2017

Il 2017 è stato l'anno di introduzione dei PIR (piani individuali di risparmio) nel mondo del risparmio gestito italiano. Si tratta di una forma di risparmio fiscalmente incentivato già presente in alcuni Paesi esteri, seppure con caratteristiche diverse (ad esempio nel Regno Unito, con gli *Individual Saving Account* ISA) e introdotto in Italia con la Legge 232/2016 ('Legge di Bilancio 2017'), con l'obiettivo di favorire l'afflusso di risorse finanziarie verso l'investimento nell'economia reale, soprattutto PMI. Per godere dell'esenzione fiscale su *capital gain* e imposte di successione è necessario che il portafoglio di investimento sia mantenuto per cinque anni, e che esso sia composto per almeno il 70% da titoli di imprese italiane o con stabile organizzazione in Italia (di questo 70% almeno il 30% deve essere relativo a imprese non quotate nell'indice FTSE MIB, fra cui tipicamente quelle che emettono mini-bond). L'importo massimo dell'investimento non deve superare € 30.000 all'anno, con un totale cumulato nel tempo non superiore a € 150.000. In realtà l'impatto dei PIR non sembra essere stato rilevante nell'ambito dei mini-bond: nel primo anno di attività il mercato è stato dominato dal risparmio gestito, attraverso fondi comuni aperti che hanno privilegiato l'investimento in titoli azionari; ciò è testimoniato dal sensibile aumento degli scambi e dei prezzi di Borsa sul listino AIM Italia e sui titoli di media capitalizzazione. Secondo i dati di Assogestioni⁷, a fronte di risorse raccolte nel corso del 2017 per un importo di circa € 7,5 miliardi, su un totale di 56 prodotti 'PIR-compliant' attivi si registravano a fine settembre 2017 23 fondi azionari, 23 bilanciati, 8 flessibili e solo 2 obbligazionari.

Per il resto, non occorre segnalare ulteriori innovazioni nella normativa. La Tabella 1.1 riassume quindi il *framework* normativo rilevante per i mini-bond: rimandiamo alla prima edizione del Report per una trattazione più specifica delle singole norme.

Tabella 1.1

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

Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 'Sviluppo' e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	<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 • Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate • Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"
D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'	<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

Decreto	Principali innovazioni
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 a cessioni di crediti garantiti

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, *asset backed securities* (ABS) 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: in caso di collocamento tradizionale la *fee* è pari a € 2.500 *una tantum* per strumento finanziario indipendentemente dalla durata. Se il titolo è già quotato su altri mercati (*dual listing*) il corrispettivo si riduce a € 500. Se il titolo è un ABS di titoli di debito già quotati su listini di Borsa Italiana, è previsto uno sconto del 20% sulle *fee* per i titoli sottostanti. Se lo strumento finanziario è un titolo di debito di durata inferiore a 12 mesi, la *fee* unitaria è pari a € 2.500 euro fino a 5 strumenti emessi e quotati nello stesso anno solare. Dal sesto strumento emesso e quotato nel medesimo anno la *fee* diventa € 500. Nel caso invece di col-

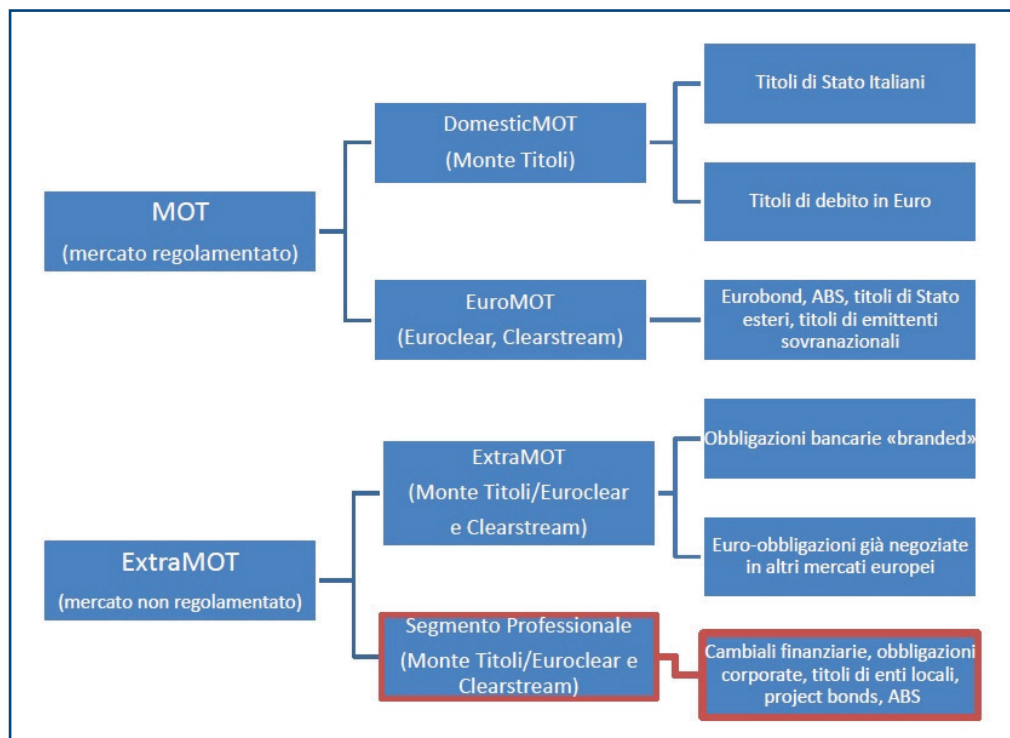


Figura 1.8

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

locamento del mini-bond attraverso la piattaforma proprietaria di ExtraMOT PRO (si veda quanto specificato nelle righe successive) la *fee* è pari ad una percentuale digressiva del valore del collocamento, compresa fra 0,0025% e 0,01% con un massimo di € 4.500. Non sono obbligatorie figure di intermediari previste in altri segmenti quali ad esempio il *listing partner* o il *liquidity provider*.

La flessibilità deriva da requisiti di ammissione meno stringenti rispetto al mercato regolamentato MOT, aperto anche agli investitori *retail*. Tutto ciò si traduce in maggiore rapidità e costi indiretti di quotazione più bassi. Inoltre il contesto informativo e infrastrutturale viene modulato a seconda delle esigenze dell'investitore (è possibile quindi pubblicare il Prospetto piuttosto che il Documento di Ammissione, in lingua inglese o italiana; si possono adottare i principi contabili domestici od internazionali; il *clearing* può essere domestico o internazionale; si può prevedere uno specialista a supporto della liquidità oppure no).

Il listino promuove ExtraMOT PROLinK, una piattaforma *web* centralizzata ospitata sul sito Internet di Borsa Italiana dove investitori e imprese possono incontrarsi e accedere a tutte le informazioni rilevanti.

Dal 2016 su ExtraMOT PRO è possibile implementare procedura di distribuzione diretta che consente ad un'emittente di collocare mini-bond attraverso la piattaforma tecnologica per il tramite di un operatore incaricato aderente, accedendo così direttamente al vasto *network* di intermediari interconnessi al mercato, aggregatore di tutte le reti distributive bancarie.

Da marzo 2017, Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e *retail* la possibilità di individuare le obbligazioni i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (*green bond*) e/o sociale (*social bond*). L'identificazione passa attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente e la comunicazione riguardante l'utilizzo stesso dei proventi, informativa che deve essere su base annuale fino a quando non sono stati allocati tutti i proventi. Ad oggi su ExtraMOT PRO sono quotati 4 titoli di questo tipo emessi da Iren, Enel Finance e Cassa Depositi e Prestiti.

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 omissi.



Diomidis Dorkofikis
(Foresight Group)

“Con l’istituzione del primo fondo di debito di lungo termine che investirà in green-bond quotati su ExtraMOT PRO, è ora possibile sostenere progetti di piccola e media taglia relativi a rinnovabili ed efficientamento che sono essenziali per la transizione energetica nel Paese”

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.

L'emittente deve fornire annualmente adeguata informativa riguardante l'utilizzo dei proventi dell'emissione, fino al momento della loro completa allocazione.

Pubblicazione dei bilanci

La società emittente è chiamata alla pubblicazione dei propri bilanci d'esercizio, compresi quelli consolidati se disponibili, degli ultimi due esercizi contabili, di cui l'ultimo soggetto alla revisione legale di una società di revisione o ente iscritto all'Albo nel rispetto della normativa descritta nel D.L. 39/2010. Deve inoltre prevedere sul proprio sito Internet una sezione dedicata agli investitori. Su tale sito la società deve pubblicare il Prospetto informativo o il Documento di ammissione, almeno entro la sera 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 seguendo gli schemi dettati da Borsa Italiana; deve poi essere allegato il Documento di Ammissione o il Prospetto, ovvero va indicato dove reperirlo. All'interno della domanda dovranno essere indicati il nome del referente informativo e di un suo sostituto, e il sito Internet dove verrà messa a disposizione l'informativa.

Rimane facoltativa la nomina di un operatore specialista che sostenga la liquidità dei 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 2017

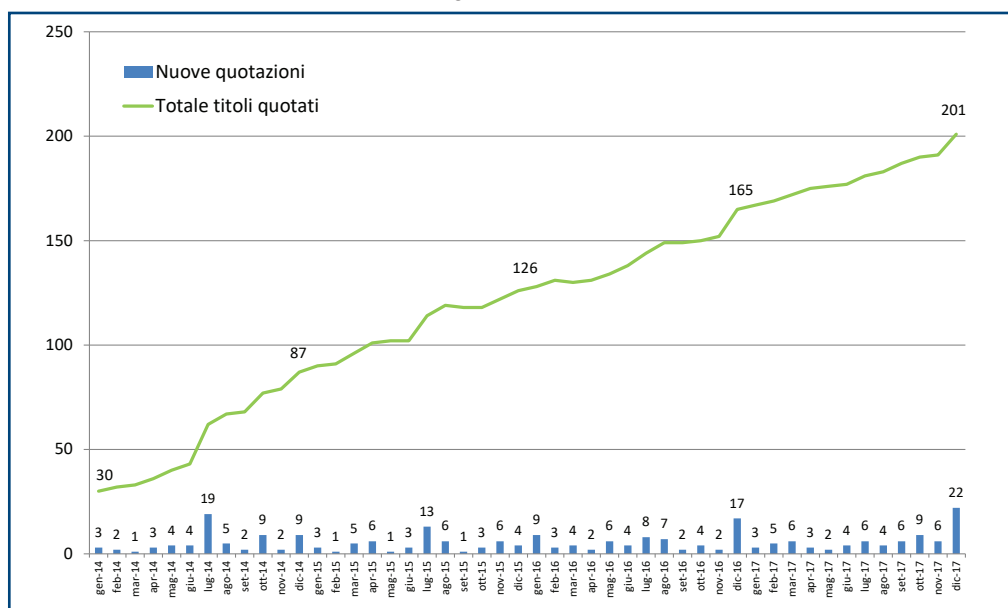
Alla data del 31 dicembre 2017, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su ExtraMOT PRO 201 titoli (si veda la Figura 1.9) emessi da 156 imprese, per un valore nominale complessivo di € 10,5 miliardi. Alla fine dell'anno precedente risultavano invece in quotazione 165 titoli emessi da 137 società per un valore nominale complessivo di € 6,2 miliardi.

Le nuove quotazioni nel 2017 sono state 75 (con un aumento rispetto a quanto registrato nel 2016), e i *delisting* 39, legati più che altro a titoli in scadenza nel corso dell'anno, in 6 casi al rimborso anticipato di obbligazioni *callable*, in 1 caso per fallimento da parte dell'emittente (si veda a tal proposito il Box 2.3 a pagina 36), in 1 caso per richiesta dell'emittente. Ai numeri precedenti si sommano le ammissioni di 2 *asset backed securities*⁸. Nel 2017 si è dunque confermata la progressiva crescita del mercato, grazie ad un flusso 'stabile' di nuove ammissioni, con un vero e proprio *record* in dicembre (ben 22 ammissioni, si veda ancora la Figura 1.9).

Va ricordato che i collocamenti di maggiore dimensione quotati su ExtraMOT PRO sono stati effettuati sul mercato lussemburghese rivolgendosi ad un *parterre* internazionale di potenziali investitori, con una doppia linea di quotazione in ossequio alle disposizioni della Rule 144 del Securities Act in vigore negli USA. Inoltre è opportuno segnalare che alcuni titoli quotati su ExtraMOT PRO (in particolare le emissioni di maggiore dimensione) non sono considerati come 'mini-bond' in base alla nostra metodologia di ricerca e quindi non vengono considerati nelle statistiche relative ai capitoli successivi. All'opposto, non tutti i mini-bond vengono quotati in Borsa.

⁸ Si tratta delle emissioni Class A Residential Mortgage Backed Floating Rate Notes due November 2071 di Adriano Lease Sec. Srl (importo circa EUR 6 miliardi) e Class A Asset Backed Floating Rate Notes due January 2049 di Brera SEC Srl (importo circa EUR 2,87 miliardi)

Figura 1.9
**ExtraMOT PRO:
 flusso delle
 ammissioni e numero
 totale di titoli
 quotati (al netto dei
 delisting) dal 2014 al
 2017.**
 Fonte: Borsa Italiana



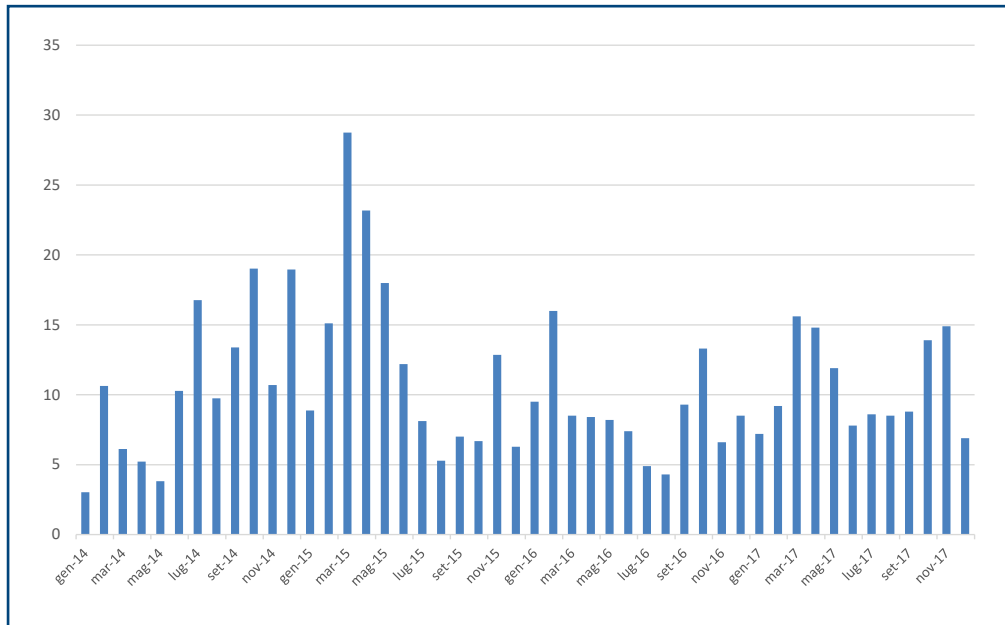


Figura 1.10

Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile degli scambi (in milioni EUR) dal 2014 al 2017.

Fonte: Borsa Italiana

Nel corso del 2017 su ExtraMOT PRO si sono registrati scambi attraverso 1.362 contratti (contro i 978 dell'anno scorso, in aumento del 39%), per un controvalore di € 105 milioni (in aumento del 22% rispetto al 2016). Il controvalore medio di ogni contratto è dunque pari a € 94.056, in discesa rispetto al passato.

La Figura 1.10 mostra il controvalore mensile delle contrattazioni. Si tratta di numeri che rimangono contenuti, ma occorre considerare che si tratta di un mercato aperto solo a investitori istituzionali, che il più delle volte operano con una logica *'buy-and-hold'*, come appare chiaro nel caso dei fondi chiusi di *private debt*.

Nel dettaglio, i titoli che hanno registrato compravendite nel 2017 sono stati 48; quelli più scambiati sono stati emessi da: Isolante K (86 contratti, controvalore totale € 11,06 milioni), Officine Maccaferri (93 contratti, controvalore totale € 10,87 milioni), Banca IFIS (53 contrattazioni per € 10,79 milioni), Banca Farmafactoring (46 contratti, € 9,5 milioni di controvalore) e Manutencoop (85 contratti con un totale di € 9 milioni).

I mini-bond in Europa nel 2017

Come ogni anno, in ottica comparativa, è interessante osservare gli sviluppi del mercato dei mini-bond anche in altri Paesi europei.

In Regno Unito dal 2010 il London Stock Exchange ha attivato una piattaforma di negoziazione per le obbligazioni destinate ad un pubblico *retail* (Order book for Retail Bonds, ORB). Come suggerisce il nome, si tratta però di un listino regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID e aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di ExtraMOT PRO. I requisiti di ammissione infatti sono gli stessi applicabili al listino borsistico principale. Il taglio di investimento è però molto piccolo, anche 100 sterline, e non può essere superiore a 10.000 sterline: per questo viene spesso indicato come *benchmark* per i mini-bond. È inoltre obbligatoria la presenza di un *market maker* per assicurare liquidità al titolo. I responsabili di ORB stimano che, in base a loro analisi, il mercato possa risultare efficiente per emittenti che hanno bisogno di raccogliere da 20 milioni di sterline in su. A fine 2017, il mercato ORB contava nella sua *track record* oltre 110 emissioni⁹ (di cui 5 avvenute nel corso dell'anno). Di queste, ben tre rientrano nella categoria *retail charity*. Le società emittenti sono The Dolphin Square, Greensleeves Home e Golden Lane Housing; la prima offre soluzioni abitative a prezzi di mercato o inferiori, a persone con basso reddito che lavorano nella zona della città di Westminster. Greensleeves invece offre servizi di assistenza per gli anziani, fornendo sia soluzioni abitative che le cure necessarie; infine Golden Lane Housing fornisce alloggio a persone con disabilità nell'apprendimento.

Nel Regno Unito sono comuni i collocamenti di mini-bond non quotati, anche attra-

⁹ Fonte: London Stock Exchange

verso piattaforme Internet. Secondo il report “Entrenching innovation: The 4th UK Alternative Finance Industry Report” pubblicato dal Centre for Alternative Finance dell’Università di Cambridge, sul mercato nel 2016 sono stati raccolti 79,2 milioni di sterline attraverso offerte di minibond sulle piattaforme di *crowdfunding*, crescendo in maniera esponenziale rispetto ai 6,2 milioni di sterline dell’anno precedente. Il controvalore medio di ogni operazione è salito da 880.000 a più di 1,3 milioni di sterline. Nel 2017, invece, l’unica emittente presente sulla piattaforma Crowdcube è stata POD Point, una *startup* impegnata nel fornire stazioni di ricarica per veicoli elettrici. La campagna è stata finanziata da più di 1.700 investitori ed ha raccolto 3,7 milioni di sterline

In Germania esistono listini dedicati ai titoli di debito delle PMI (Mittelstand) nelle diverse piazze finanziarie: Entry Standard a Francoforte, Primärmarkt a Düsseldorf (suddiviso in tre segmenti in funzione dello *spread* di riferimento), Mittelstandsbörse 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. Nel 2017 sui listini tedeschi sono stati emessi mini-bond per un ammontare di € 791 milioni¹⁰, in calo del 10% rispetto all’anno precedente. D’altra parte il numero di emissioni è aumentato rispetto al 2016, passando da 16 a 23. Nel complesso il mercato stenta a riprendersi a causa dell’elevato numero di fallimenti occorsi in passato e della scarsa trasparenza delle comunicazioni tra PMI e mercati finanziari. Si sta però diffondendo lo *Schuldscheindarlehen*, una fonte di finanziamento alternativa per le PMI che può essere collocato a metà tra le obbligazioni e i prestiti bancari. L’operazione si basa su un accordo bilaterale tra il l’emittente e il creditore; l’importo sottoscritto viene erogato all’emittente che dovrà rimborsare il capitale in due o tre *tranche* con scadenze fisse o flessibili a seconda del contratto. Questo strumento non richiede né un *rating* esterno né la redazione di un prospetto informativo, mentre a livello normativo segue le regole del Codice Civile Tedesco sui contratti di finanziamento garantendo quindi un elevato livello di standardizzazione ed efficienza. Nel 2017 un’emissione di questo tipo è stata organizzata da Daimler AG utilizzando la tecnologia innovativa delle *blockchain* (si veda il Box 1.3).

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 Euronext Growth, un sistema multilaterale di negoziazione che fino a pochi mesi fa prendeva il nome di Alternext. 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 Euronext Growth e € 10 milioni su Euronext.

L’emittente deve rispettare una serie di requisiti per la quotazione dei titoli: innanzitutto

¹⁰ Fonte: Finance-Magazin.de

Box 1.1

Le evoluzioni nel mondo *fintech*

La rivoluzione del *fintech* sta già cambiando le regole del gioco in diversi ambiti della finanza, come quello dei pagamenti e della consulenza, e presto o tardi sarà destinata ad impattare anche sulle emissioni obbligazionarie.

Lo scorso agosto in Giappone è stata lanciata dall'azienda Fisco Ltd la prima emissione obbligazionaria in Bitcoin, sottoscritta sperimentalmente da una sussidiaria dello stesso gruppo. Il *bond* ha scadenza 5 anni, un valore nominale di 200 Bitcoin e paga una cedola annuale del 3%. Ovviamente non poteva mancare la prima obbligazione denominata nella seconda criptovaluta più famosa al mondo, Ethereum, arrivata infatti a novembre 2017 per iniziativa della società londinese LuxDeco, che gestisce un portale *e.commerce* di mobili e arredamento di lusso. La sperimentazione è avvenuta con la cooperazione di alcune banche d'affari e dell'autorità di vigilanza (Financial Conduct Authority, FCA).

La *startup* canadese Overbond dopo aver raccolto 7,5 milioni di dollari da un fondo di *venture capital* ha creato una piattaforma *end-to-end* con l'obiettivo di rivoluzionare il collocamento dei titoli obbligazionari, digitalizzando e rendendo più efficienti processi finora svolti manualmente. Nel Regno Unito un'altra *startup* ammessa al programma Barclays Accelerator, Origin, propone lo stesso obiettivo di bypassare i circuiti tradizionali di intermediazione, partendo dal mercato europeo dei *corporate bond*.

Proseguono anche le sperimentazioni sulle *blockchain*, che attraverso sistemi crittografici consentono di creare su Internet un sistema 'distribuito' di certificazione, immutabile e sicuro, almeno teoricamente, che potrebbe sostituirsi ai sistemi centralizzati tradizionali di registrazione dei contratti obbligazionari e di dematerializzazione dei titoli. Nel 2017 Daimler AG ha sperimentato un'emissione di *bond* (*Schuldschein*) da € 100 milioni, scadenza un anno, sfruttando una *blockchain* privata sviluppata sul modello di Ethereum. L'emissione è stata sottoscritta da 4 banche tedesche.

Nell'ambito dei *big data* la *startup* Wiserfunding (fondata da Edward Altman e Gabriele Sabato) ha sviluppato un modello proprietario (PMI Z-Score) per la valutazione del rischio, specifico per le piccole e medie imprese. Sul mercato italiano sono stati raggiunti due accordi: uno con ADB per produrre *credit research* sulle emittenti e uno con Foresight Group che utilizzerà il modello proprietario per la valutazione delle emittenti.

Certe innovazioni possono sembrare futuristiche per il mondo dei mini-bond, ma a nostro avviso sono proprio le peculiarità di questo mercato, riservato a investitori istituzionali e caratterizzato da contratti semplificati, a renderlo il candidato ideale per alcune sperimentazioni tecnologiche anche in Italia.

deve pubblicare un prospetto informativo certificato da un Regolatore qualificato. Se l'emittente non è già quotato in Borsa (o ha una 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 Euronext Growth è necessario il supporto di uno *sponsor* durante la fase di pre-quotazione, per garantire che l'impresa rispetti i requisiti informativi dopo il collocamento. Sono previsti anche altri due soggetti: l'*advisor* e l'*avocat*. Il primo svolge il ruolo di supporto alla redazione dei documenti e alla strutturazione dell'operazione, mentre il secondo è specializzato negli aspetti legali. Gli investitori *retail* possono sottoscrivere i titoli attraverso banche e *broker* durante una finestra di sottoscrizione di durata tra le 3 e 5 settimane. Una volta conclusa la sottoscrizione, i titoli sono ammessi a quotazione.

A fine 2017 risultavano quotati su Alternext Paris 37 titoli e su Alternext Brussels 51 titoli assimilabili ai mini-bond. A questi si sommano altri 76 titoli scambiati su Access Paris, un listino non regolamentato che sostituisce il precedente Marché Libre¹¹.

¹¹ Fonte: NYSE Euronext

In Spagna nel 2013 è stato aperto un mercato non regolamentato di titoli di debito dedicato alle PMI, il Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf), gestito dalla società Bolsa y Mercados Españoles.

Nel Marf sono quotate sia cambiali finanziarie che obbligazioni. Le obbligazioni sono destinate solo a investitori professionali, hanno taglio minimo pari a € 100.000 e possono essere emesse da società per azioni e società a responsabilità limitata.

Le imprese emittenti per essere ammesse alla quotazione sul Marf devono soddisfare dei requisiti: essere iscritte al registro delle imprese, fornire lo statuto societario e la delibera dell'emissione, pubblicare gli ultimi due bilanci annuali certificati e l'informativa sul rischio oppure sulla solvibilità fornite da agenzie autorizzate. In seguito alla quotazione l'emittente deve impegnarsi a pubblicare le informazioni *price sensitive*.

Durante il processo di emissione è prevista la figura dell'*advisor* che supporta l'emittente nel compito di rispettare le normative fino alla scadenza del titolo. Non è necessario il *rating*, ma bastano le informative citate prima su rischio o solvibilità. L'intervento del *liquidity provider* non è obbligatorio nel mercato secondario.

A fine dicembre 2017 risultavano quotati sul Marf 99 mini-bond, emessi da 40 società diverse (in gran parte si trattava di cambiali finanziarie)¹².

¹² Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

Altra esperienza già citata nei Report precedenti è quella della Norvegia, dove nel 2005 è nato un mercato non regolamentato, il Nordic ABM, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* fino a 12 mesi di durata (equivalenti alle cambiali finanziarie italiane). Il listino è suddiviso in due segmenti (uno aperto solo a investitori istituzionali, l'altro accessibile anche a investitori *retail*) in funzione del valore nominale del singolo titolo (rispettivamente superiore o inferiore a 500.000 corone norvegesi, circa € 55.000). Il taglio dell'emissione deve essere superiore a 2 milioni di corone norvegesi, ovvero circa € 220.000. La procedura di ammissione è molto simile a quella di ExtraMOT PRO. A fine 2017 risultavano quotati sul Nordic ABM più di 1.200 mini-bond (di cui però solo 74 emessi da imprese industriali e commerciali)¹³.

¹³ Fonte: Oslo Børs

2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che nel corso del 2017 hanno collocato sul mercato mini-bond, secondo la nostra definizione metodologica. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e analizzare eventuali *trend* significativi rispetto al passato. Attraverso l'analisi dei bilanci andiamo poi a osservare la performance operativa dopo l'emissione.

Il campione aggiornato fino al 2017: statistiche descrittive

Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 11), nel corso del 2017 risultavano aver collocato mini-bond sul mercato italiano 137 imprese. L'elenco delle imprese è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 170). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più mini-bond. Si tratta di 24 società, le quali o hanno collocato titoli con diverse caratteristiche nello stesso istante, o si sono rivolte al mercato in momenti successivi durante il 2017. Nel 2016, invece, le imprese emittenti erano risultate 90. In valore assoluto si registra quindi un aumento consistente del numero di emittenti (+47 aziende).

Le emittenti del 2017 si suddividono quasi equamente fra PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo¹) e non-PMI. Nel primo gruppo abbiamo 77 imprese (pari al 56,2%, in leggera diminuzione rispetto al 57,8% del 2016).

Il campione del 2017 è composto da:

- 108 società per azioni S.p.A. (pari al 78,8% del totale, in riduzione rispetto all'86,7% dell'anno scorso);
- 26 società a responsabilità limitata S.r.l. (19,0% del totale, in buon aumento rispetto all'11,1% del 2016);
- 3 società cooperative (nel 2016 avevamo registrato 2 casi).

Le imprese che per la prima volta hanno collocato mini-bond nel 2017 risultano esse-

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

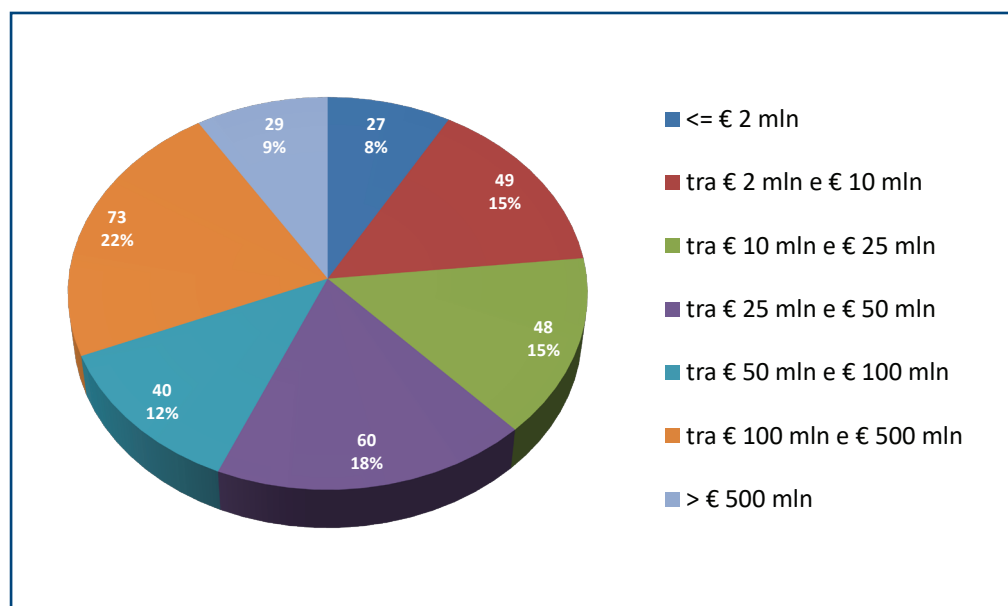
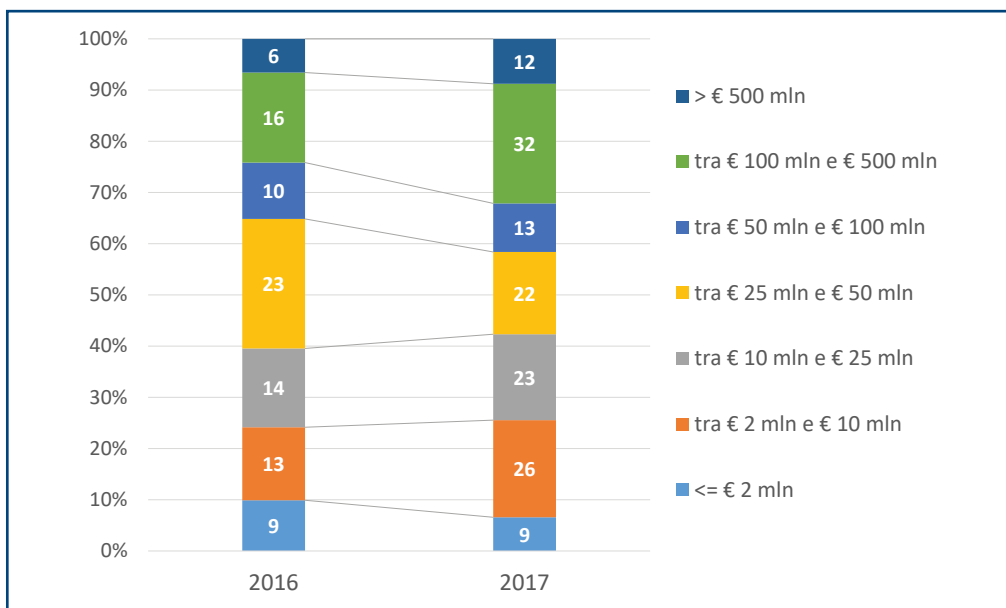


Figura 2.1

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato. Campione: 326 imprese

Figura 2.2
Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: confronto fra le emittenti 2017 e le emittenti 2016

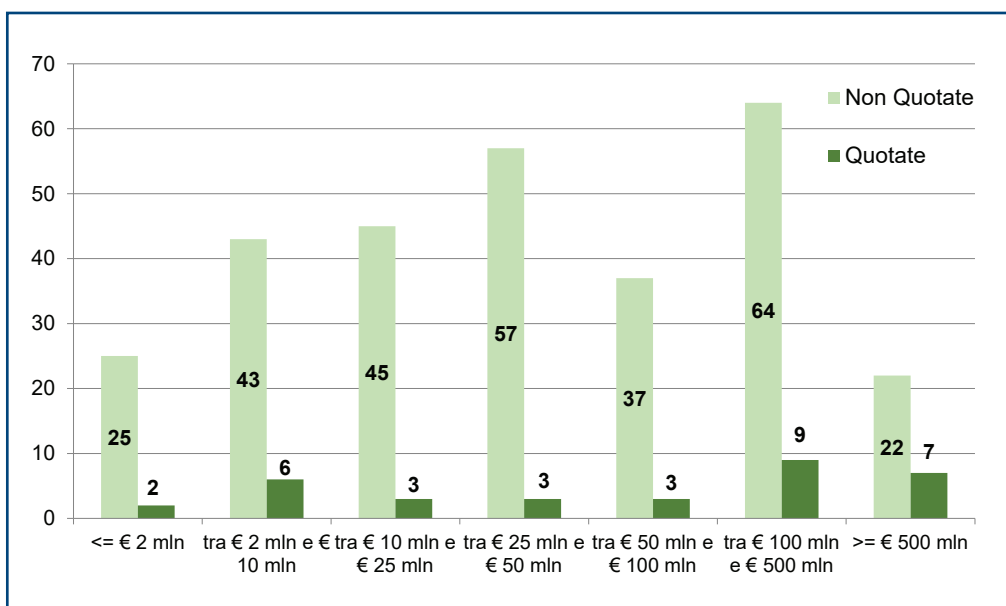


re ben 103, mentre 34 imprese non erano nuove all'esperienza. Si tratta di un risultato ragguardevole rispetto all'interesse che gli imprenditori italiani hanno mostrato verso questa opportunità di raccolta di capitale.

Le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2012 al 2017 hanno collocato mini-bond, formano un campione di 326 società. Di queste, l'83,1% sono società per azioni, il 14,7% sono società a responsabilità limitata, l'1,5% sono società cooperative, lo 0,6% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. Le PMI in totale sono 162, ovvero il 49,7%.

La Figura 2.1 segmenta il campione totale in funzione della dimensione dell'impresa, espressa dal fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione. Si noti che la classe più numerosa è quella fra € 100 e € 500 milioni (con 73 osservazioni, pari al 22% del totale) seguita dal gruppo fra € 25 e € 50 milioni (60 casi, pari al 18%). È interessante notare che 76 imprese mostravano un fatturato inferiore a € 10 milioni (di cui 27 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.

Figura 2.3
Segmentazione delle imprese emittenti fra quotate e non quotate sul mercato borsistico, per classe di fatturato consolidato. Campione: 326 imprese



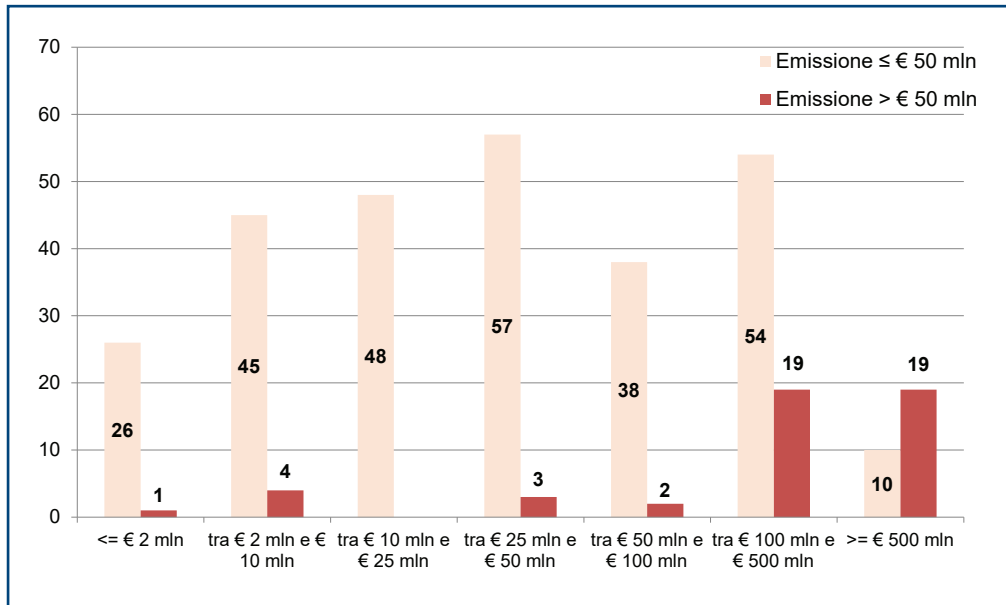


Figura 2.4

Segmentazione delle imprese emittenti per controvalore dell'emissione e per classe di fatturato consolidato (sulle ascisse). Campione: 326 imprese

La Figura 2.2 evidenzia l'evoluzione del contesto dal 2016 al 2017. Si nota una tendenza all'aumento del valore medio del fatturato: il gruppo di emittenti con fatturato compreso fra € 100 milioni e € 500 milioni è raddoppiato, mentre si riduce il peso del gruppo di emittenti con fatturato compreso tra € 25 milioni e € 50 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 33 imprese (il 10,1% del campione) che al momento dell'emissione di mini-bond erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 19 di esse erano quotate sul mercato telematico azionario di Borsa Italiano (di cui 8 sul segmento STAR), 1 sul listino MIV dedicato agli *investment vehicles*, 11 erano quotate su AIM Italia, il segmento per le imprese a più bassa capitalizzazione (come le PMI) e 2 su un listino estero (Hong Kong e New York). Nel 2017 sono state 15 le imprese già quotate in Borsa che hanno condotto emissioni di mini-bond, più del doppio rispetto al 2016.

La Figura 2.4 utilizza invece come variabile discriminante la dimensione dell'emissione, in termini di valore nominale del collocamento fatto dall'impresa². In particolare la soglia utilizzata è pari a € 50 milioni, e sono ben 278 le imprese censite che sono rimaste sotto questa soglia. 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

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

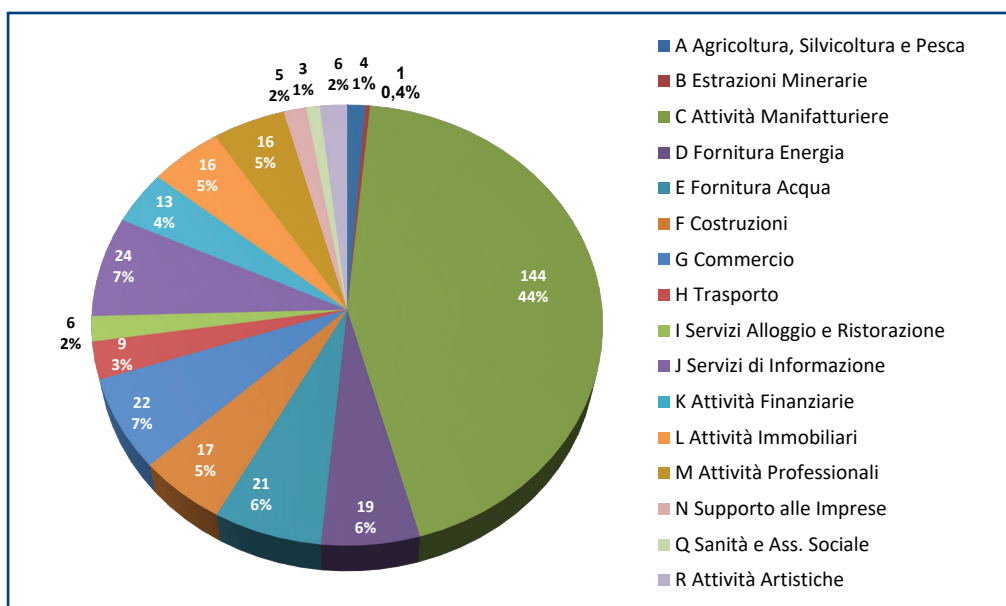
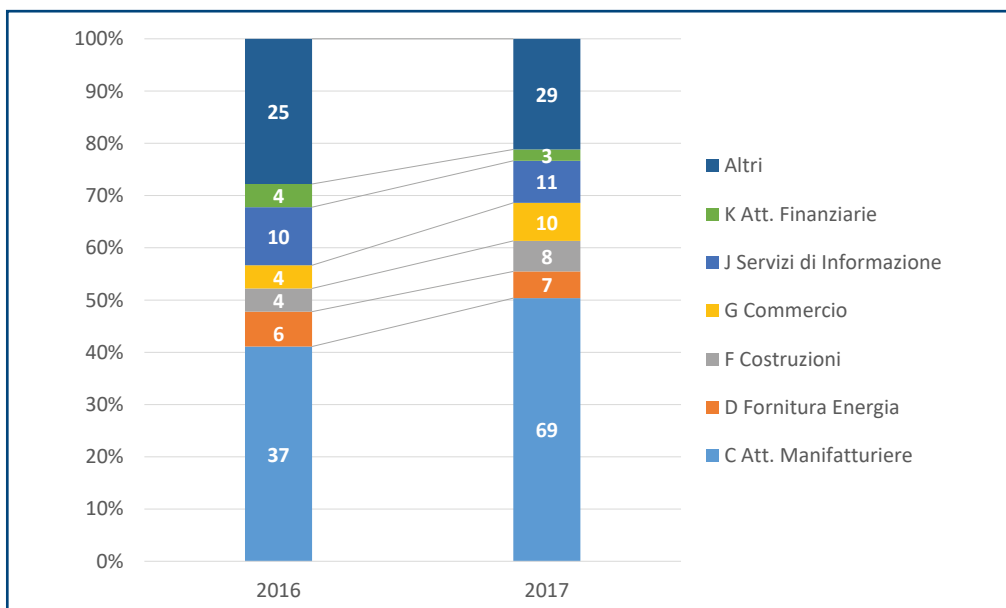


Figura 2.5

Segmentazione delle imprese emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 326 imprese

Figura 2.6
Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: confronto fra le emittenti 2016 e le emittenti 2017



(meno del 10% in 123 casi) così come abbiamo il caso di 49 imprese che hanno raccolto una somma superiore rispetto al proprio fatturato.

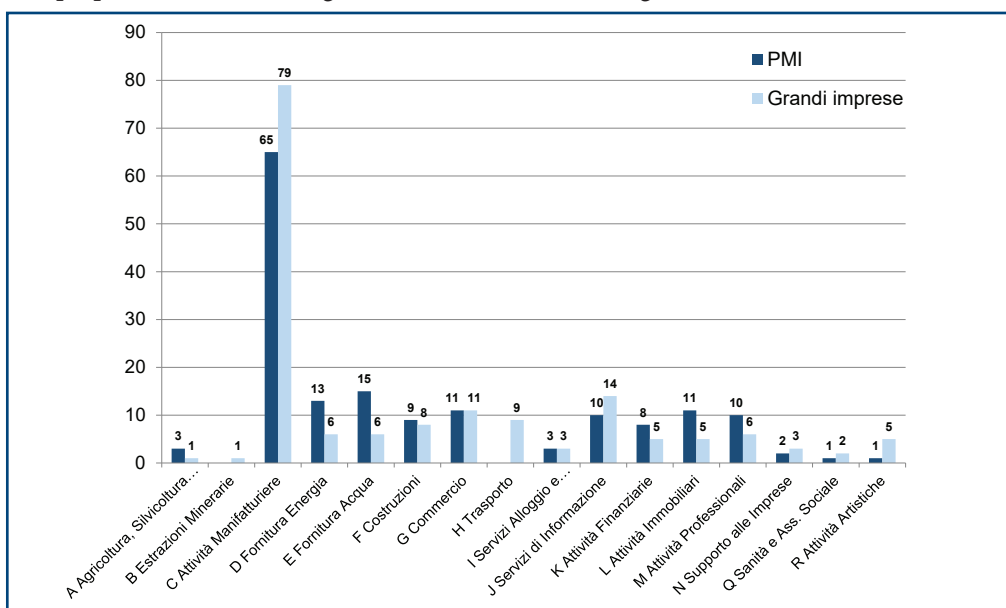
La Figura 2.5 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO. Si nota che il settore più rappresentato è quello delle attività manifatturiere (codice C, con 144 casi pari al 44,2% del campione), seguito dal gruppo ‘Servizi di informazione e comunicazione’ (Codice J) con 24 imprese (pari al 7,4%) e da ‘Commercio all’ingrosso e al dettaglio’ (Codice G) con 22 emissioni (6,7%). La Figura 2.6 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2016 al 2017 sempre per il settore di *business*. Il comparto del manifatturiero torna a guadagnare quote di mercato, passando da 37 a 69 emittenti, a discapito dei settori minori.

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

La Figura 2.8 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 (si veda la Figura 2.9).

Figura 2.7
Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività. Campione: 326 imprese



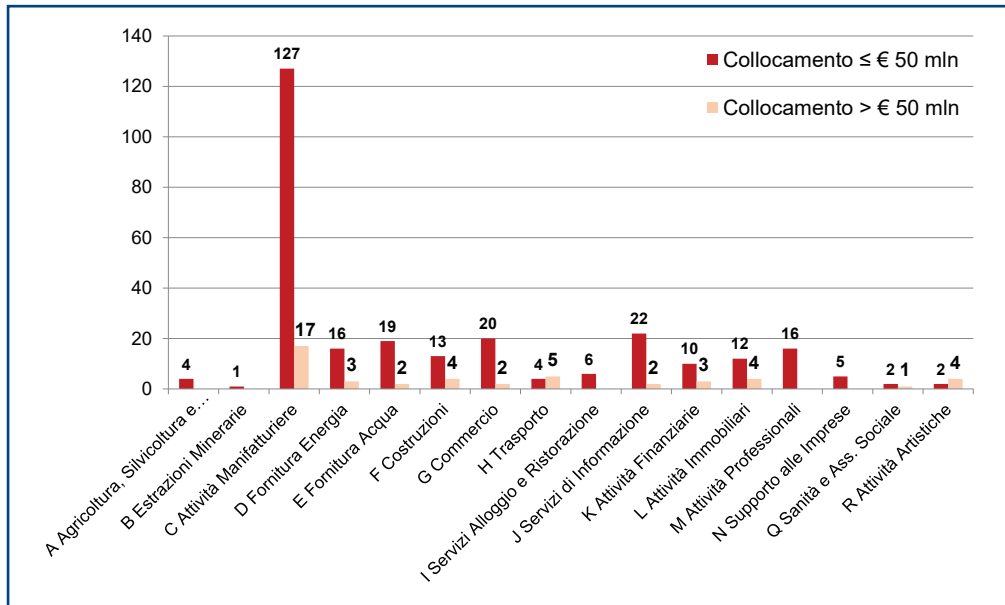


Figura 2.8

Segmentazione delle emittenti per dimensione del collocamento e per settore di attività. Campione: 326 imprese

In Lombardia sono localizzate 85 società emittenti (il 26,2% dell'intero campione). Seguono il Veneto (che passa dal terzo al secondo posto), il Trentino-Alto Adige e l'Emilia Romagna. Nel complesso il 71,2% delle imprese che hanno emesso mini-bond fino al 31 dicembre 2017 risiedeva a nord degli Appennini. Nelle regioni del Centro emerge il Lazio (con 22 imprese). Nel Sud le imprese che hanno collocato mini-bond rappresentano ancora la minoranza (emerge la Campania con 17 emittenti). Abbiamo anche due emittenti che formalmente sono veicoli esteri, benchè il centro degli interessi d'affari sia senza dubbio in Italia (TE Wind SA e Rottapharm Manus Ltd).

Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono quasi tutte al Nord o al Centro (solo 15 grandi imprese nel Sud). Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 42 imprese, seguita dal Veneto (23) e dal Trentino-Alto Adige (22).

Nel 2017 è interessante osservare che si registra una maggiore incidenza delle imprese localizzate in regioni del Nord come Piemonte e Friuli-Venezia Giulia. Come si vede dalla Figura 2.10, la Lombardia negli ultimi 12 mesi rimane prima ma riduce sensibilmente il suo peso relativo (32 emittenti nel 2017, corrispondenti al 23% del totale dell'anno), il Veneto si attesta a 18 emittenti e cresce fortemente l'Emilia Romagna (16 emittenti contro le 5 del 2016). Crescono in linea con il dato nazionale il Centro (da 19 a 26 emittenti) e il Sud (11 nel 2016 e 16 nel 2017).

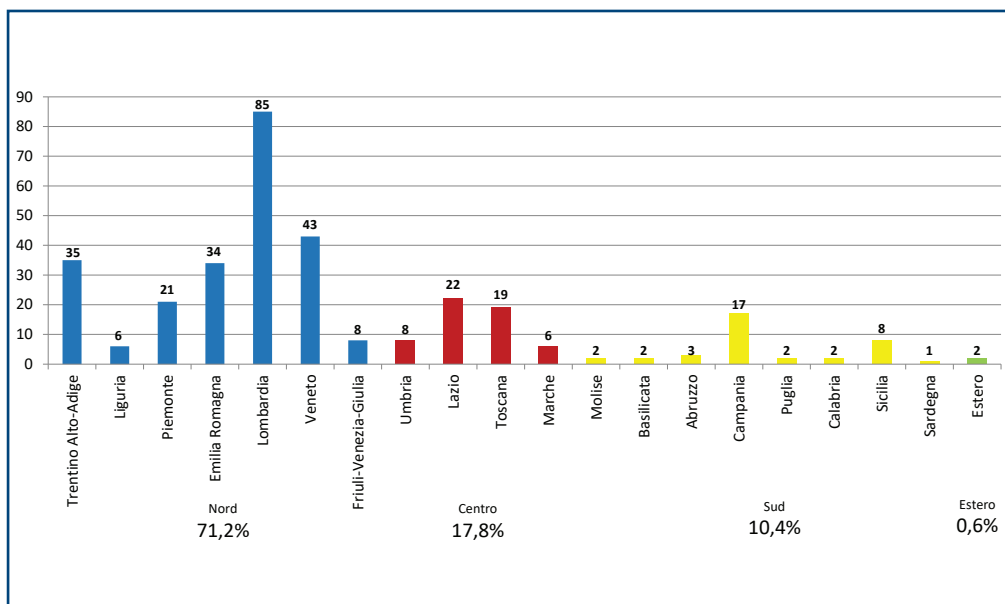
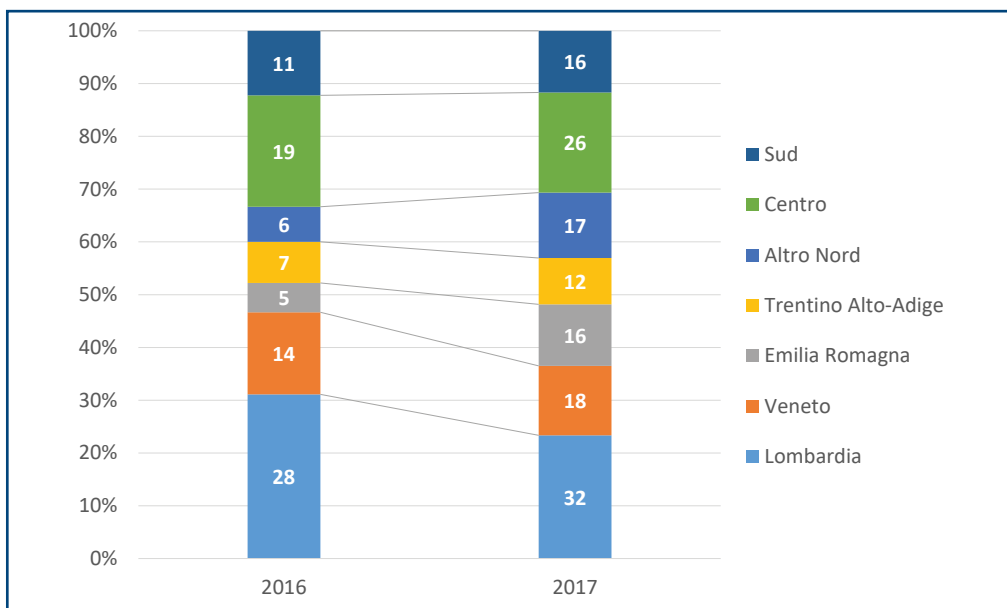


Figura 2.9

Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale. Campione: 326 imprese

Figura 2.10
Localizzazione geografica delle imprese emittenti: confronto fra le emittenti 2016 e le emittenti 2017



I costi del collocamento

Come già evidenziato negli anni scorsi, i costi del collocamento di un mini-bond sono un elemento cruciale nella valutazione di fattibilità, a maggior ragione in un contesto in cui i tassi di interesse sui prestiti bancari continuano ad essere ai minimi storici, come evidenziato nel Capitolo 1. I dati del 2017 mostrano che il numero delle imprese emittenti è cresciuto rispetto al 2016, nonostante i segnali di ripresa del mercato del credito bancario. È quindi chiaro che esistono anche altre determinanti a spingere gli imprenditori a sperimentare questo canale di raccolta del capitale (si veda il Box 2.1 a pagina 33). Nel 2016 non si sono registrate particolari variazioni rispetto alla *standard* di mercato relativo ai costi dell'operazione. Va notato che essi sono fiscalmente deducibili; il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell'impresa, sia dalla complessità dell'emissione, sia dagli sforzi necessari per il collocamento (se l'investitore è un fondo chiuso non sarà necessario probabilmente individuare altri canali di sottoscrizione). Ricordiamo l'elenco delle diverse voci di costo, nell'ipotesi del collocamento presso 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 60);
- certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;
- consulenza eventuale di un *advisor* finanziario all'emissione (da una *survey* condotta fra gli operatori indicativamente il costo richiesto è fra l'1% e il 2,5% del capitale collocato);
- nomina eventuale di un *arranger* (che può anche coincidere con l'*advisor*) per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i mini-bond (indicativamente il costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato);
- coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti; in tal caso il costo può essere abbastanza variabile e per le operazioni effettuate nel 2015 di importo medio-basso si trova un costo compreso fra € 15.000 e € 25.000;

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

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



Vittorio Fiore
(Deloitte)

“Dal 2012 ad oggi si è assistito ad un incremento delle emissioni di mini-bond da parte delle PMI, importante strumento a supporto delle loro strategie di crescita. Le più recenti evoluzioni normative saranno di impulso allo sviluppo ulteriore del mercato dei mini-bond e quindi consolideranno il trend di riduzione della dipendenza delle PMI dal canale bancario”

Le motivazioni del collocamento

Attraverso documenti pubblicamente disponibili (in particolare i regolamenti dei prestiti e gli articoli della stampa specializzata) anche per il 2017 sono state analizzate le motivazioni che hanno spinto le imprese ad emettere i mini-bond. Si tratta di un esercizio di analisi basato esclusivamente sulle dichiarazioni delle emittenti, dato che non esistono prospetti informativi depositati e approvati dalla Consob.

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 2.11 suddivide il campione totale delle imprese in funzione della motivazione principale dichiarata⁴. Si nota che la determinante principale è il finanziamento della crescita interna, che riguarda ben il 62,9% delle imprese (percentuale stabile rispetto ai dati di un anno fa). Seguono l’obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (20,9%, in leggera discesa) e la volontà di raccogliere capitale per finanziare future acquisizioni esterne (11,0%). In 8 casi il mini-bond assicura il finanziamento del capitale circolante (si tratta essenzialmente delle cambiali finanziarie). In 9 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 2.11), notiamo che le motivazioni legate alla crescita, soprattutto interna, contraddistin-

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

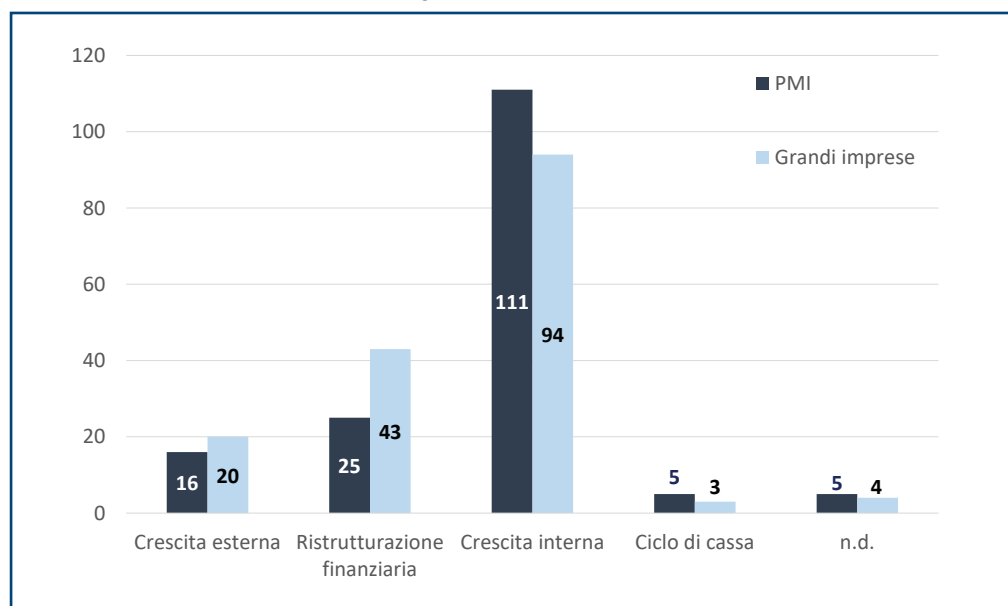


Figura 2.11

Finalità dichiarate dell’emissione di mini-bond. Campione: 326 imprese

guono più frequentemente le PMI. Questo obiettivo risulta prioritario infatti per il 68,5% delle PMI emittenti, contro invece il 56,8% per le grandi imprese. Queste ultime ricorrono più frequentemente ai mini-bond per ristrutturare il debito (nel 26,6% dei casi contro solo il 16,4% per le PMI). Per quanto riguarda le acquisizioni possibili non si riscontra una differenza significativa: sono l'obiettivo prioritario per il 9,1% delle PMI emittenti e per il 12,4% delle grandi imprese.

L'analisi dei bilanci

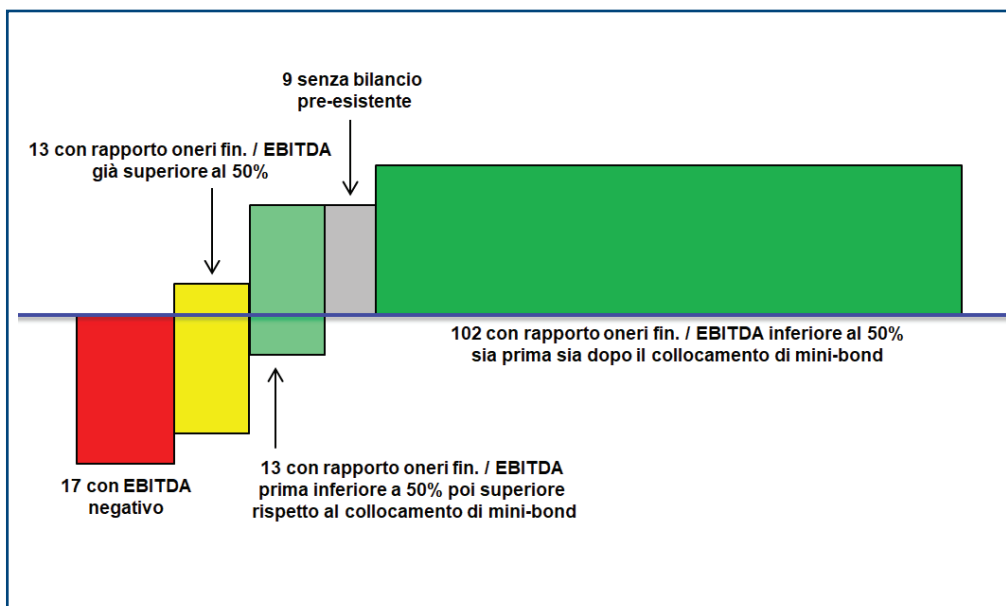
Attraverso il *database* AIDA sono stati analizzati i bilanci consolidati delle imprese emittenti, prima e dopo l'emissione. Coerentemente con gli obiettivi di ricerca dell'Osservatorio si è focalizzata l'attenzione solo sulle 162 PMI del campione, escludendo anche le società finanziarie (8). Il campione quindi è composto da 154 emittenti.

Come nei Report precedenti, per valutare l'impatto potenziale dell'emissione dei mini-bond sull'equilibrio finanziario dell'impresa nonché la sostenibilità futura (per lo meno in relazione alla remunerazione del capitale), la Figura 2.12 'ordina' le emittenti distinguendo fra:

- imprese che nell'anno prima dell'emissione mostravano un margine operativo lordo negativo (17, pari all'11% del campione); per queste imprese la capacità di generare flussi di cassa operativi in grado di remunerare e rimborsare il nuovo debito contratto con i mini-bond è quindi esclusivamente funzione di un miglioramento prospettico della marginalità, ad esempio grazie agli investimenti da effettuare;
- imprese con rapporto oneri finanziari su margine operativo lordo superiore al 50% già prima dell'emissione, destinato quindi a peggiorare dopo l'emissione (13 casi, ovvero l'8,5% 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 (13 PMI, pari all'8,5% del campione); si tratta di imprese che non dovrebbero mostrare rilevanti problemi di solvibilità futura;
- imprese con bilancio non disponibile prima dell'emissione, in quanto neo-costituite a seguito di riorganizzazioni aziendali (9 PMI); in tale situazione non è facile ricostruire il flusso di reddito generato dalle attività conferite nella *newco*, se non con un bilancio pro-forma;
- 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 grande maggioranza, ovvero 102 imprese pari al 66%).

Figura 2.12

Segmentazione delle imprese emittenti in funzione della situazione finanziaria di bilancio.
Campione: 154 PMI emittenti, non finanziarie.
Fonte: AIDA BVD



Nel 2017 decine di imprese del settore manifatturiero e dei servizi, rappresentative dell'eccellenza del 'made in Italy' hanno raccolto capitale in Italia attraverso i mini-bond. A puro titolo di esempio riportiamo alcuni casi di studio.

Boni SpA

Boni è un'azienda di Ivrea (TO) ed opera dal 1978 nel settore dell'*integrated facility management* attraverso servizi di pulizia, facchinaggio, portierato, impiantistica e gestione del verde, per clienti sia pubblici sia privati. La prima emissione di un titolo di debito avviene nel 2015 con una cambiale finanziaria; nel settore del *facility management* il costo del lavoro incide in misura significativa ed è importante disporre della liquidità necessaria per il ciclo di cassa. L'esperienza si rivela positiva e il titolo viene 'rinnovato' di volta in volta; nel dicembre 2017 si è arrivati alla quarta emissione, con un mini-bond 'short term' da € 1 milione. Sempre nel 2017, inoltre, c'è stata la prima emissione sul medio termine, con un titolo a 5 anni, importo della prima *tranche* € 2,5 milioni; la raccolta servirà per finanziare i progetti di espansione del *business* (il volume d'affari è raddoppiato in 2 anni, arrivando a € 42 milioni attuali). Secondo il *management*, l'impresa ha ottenuto un beneficio supplementare anche grazie alla comprensione delle dinamiche di relazione con il mercato del capitale; in termini di onerosità del prestito, non vi è la percezione che il costo sia molto diverso rispetto al credito bancario, tenendo in considerazione il cumulo di tutti gli oneri.

Cristiano di Thiene SpA

La società ha sede a Thiene (VI) ed è licenziataria ufficiale del marchio 'Aeronautica Militare'. Inizia le attività negli anni Sessanta per iniziativa del sarto Cristiano Sperotto, produttore di cappotti in pelle; successivamente l'impresa si specializza nella produzione di abbigliamento in montone *shearling* di alta gamma. Oggi distribuisce in tutto il mondo capi di abbigliamento con i prestigiosi emblemi dell'Aeronautica Militare e delle Frecce Tricolori attraverso una rete di 40 punti monomarca e oltre 1.000 multimarca, nonché attraverso l'*e-commerce* su Internet. Due sono state le emissioni di mini-bond, a dicembre 2016 e settembre 2017, per complessivi € 1,1 milioni deliberati. L'azienda è in continua crescita (l'ultimo bilancio si è chiuso con un fatturato di € 33,7 milioni) e grazie ai mini-bond può continuare a finanziare il suo sviluppo, avendo incrementato la sua visibilità grazie all'operazione di mercato.

MEP SpA

La friulana MEP Macchine Elettroniche Piegratrici S.p.A. produce macchine per il taglio, la piegatura, la saldatura e la raddrizzatura dei metalli, in particolare tondini di ferro e acciaio, tecnologia su cui detiene 100 brevetti. Il gruppo nel 2017 ha fatturato circa € 70 milioni e ha ottenuto numerosi riconoscimenti quali il Premio Ambrogio Lorenzetti e Le Fonti Awards per l'Innovazione. Nell'aprile 2015 MEP entra nel programma ELITE di Borsa Italiana (si veda il Box 2.2 a pagina 35) e 4 mesi dopo viene contattata da Tenax Capital con la proposta di raccogliere risorse finanziarie attraverso l'emissione di un mini-bond. Il primo collocamento avviene nel 2015 (€ 5 milioni): l'esperienza è giudicata positiva dall'azienda, che grazie all'inserimento nel programma di Elite ha potuto adottare modelli di *governance* opportuni per interfacciarsi con investitori esterni. Nel 2017 MEP partecipa all'emissione di ELITE Basket Bond (si veda di nuovo il Box 2.2) raccogliendo altri € 15 milioni.

TMCI Padovan SpA

Fondata nel 1919, l'azienda di Vittorio Veneto (TV) controllata dal fondo di *private equity* Sinergia II progetta e realizza macchinari ed impianti chiavi in mano dedicati al trattamento dei fluidi nel settore alimentare. Specializzata storicamente nella filtrazione del vino, TMCI Padovan si occupa anche della realizzazione di sistemi per la produzione di birra (con il marchio Velo), succhi di frutta ed altri *soft drink* (BlendTech), margarina, burro di cacao ed altri grassi alimentari (ChemTech). Il fatturato consolidato del 2016 è stato pari a € 33,7 milioni, realizzato per il 93% all'estero in 90 differenti nazioni.

L'azienda nel 2017 ha lanciato un progetto specifico su IoT-Industry 4.0 e ha aperto una collaborazione con 3 università sul tema della 'fabbrica digitale'; il piano industriale è stato finanziato anche con l'emissione di un mini-bond da € 3 milioni, cedola indicizzata all'Euribor più *spread* 6%, scadenza 2022, con pegno sui marchi dell'azienda.

Box 2.1

Le esperienze delle imprese: focus sul comparto industriale



Marco Molino
(Boni SpA)

"Il capitale va cercato non quando serve, ma molto prima. È impossibile pianificare un investimento pluriennale se non si ha la certezza della copertura finanziaria. Da questo punto di vista i mini-bond sono strumenti interessanti per avere la certezza della disponibilità di fondi"



Vito Rotondi
(MEP SpA)

"Raccogliere capitale attraverso un bond consente a una PMI di finanziare la crescita futura senza alterare gli equilibri societari. Si tratta di un mutamento di prospettiva, da un'esigenza di fabbisogno di cassa ad un'esigenza di sviluppo industriale"

Se consideriamo solo le emittenti del 2017, la proporzione osservata in Figura 2.12 è ampiamente a favore delle PMI appartenenti all'ultima categoria: se ne deduce che negli ultimi 12 mesi il mercato si è orientato decisamente verso aziende che offrivano buone capacità di generare *cash flow*. Naturalmente è chiaro che l'analisi non considera i flussi legati al rimborso del capitale, che (soprattutto nel caso di mini-bond *amortizing*) andrà ulteriormente a gravare sul fabbisogno futuro di cassa dell'impresa.

In secondo luogo, recuperando i dati dei bilanci 2016, si è provveduto ad aggiornare il quadro dei principali indici di bilancio delle imprese emittenti. La Tabella 2.1 riassume tutti i risultati per i valori medi e mediani, suddivisi per anno di emissione: l'anno 0 rappresenta quello in cui il mini-bond è stato collocato e l'analisi è svolta fino al terzo anno precedente. Il numero di bilanci disponibili dopo l'emissione non è lo stesso per tutte le imprese, e per questo motivo si riportano le statistiche omogenee per l'intero campione solo fino all'anno -1.

Tabella 2.1
Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di mini-bond (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani).
Campione: 153 PMI emittenti, non finanziarie.
Fonte: AIDA BVD

Emittenti 2013-2014	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	4,7% (3,5%)	-1,9% (5,3%)	0,4% (11,5%)	-5,9% (5,4%)	-13,1% (3,3%)
ROA	2,3% (2,1%)	3,4% (3,5%)	3,6% (3,1%)	3,4% (3,1%)	5,2% (2,9%)
EBITDA / Vendite	10,5% (10,5%)	13,9% (10,6%)	36,7% (12,0%)	21,0% (13,0%)	18,2% (11,4%)
Test acido	1,01 (0,92)	0,97 (1,01)	1,09 (1,04)	1,71 (1,63)	1,74 (1,51)
Leverage	3,74 (1,43)	2,98 (1,10)	2,68 (1,10)	2,55 (1,14)	0,66 (1,01)
Emittenti 2015	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	6,4% (2,8%)	2,8% (1,6%)	7,4% (2,6%)	2,6% (3,1%)	1,5% (3,5%)
ROA	4,8% (3,4%)	8,4% (3,4%)	8,6% (4,2%)	4,6% (3,6%)	4,0% (3,1%)
EBITDA / Vendite	4,6% (10,4%)	18,7% (12,1%)	15,3% (10,1%)	16,9% (10,2%)	27,9% (10,2%)
Test acido	0,71 (0,61)	0,78 (0,62)	0,91 (0,72)	1,00 (0,88)	1,01 (0,82)
Leverage	4,23 (2,13)	1,78 (1,71)	1,47 (1,39)	1,41 (1,46)	1,38 (1,11)
Emittenti 2016	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	1,0% (3,0%)	4,0% (3,9%)	3,8% (4,3%)	3,8% (4,9%)	-
ROA	-0,2% (2,6%)	1,7% (3,2%)	1,6% (3,5%)	1,8% (3,2%)	-
EBITDA / Vendite	1,4% (6,5%)	2,9% (7,1%)	4,5% (8,5%)	8,5% (9,2%)	-
Test acido	0,86 (0,67)	0,83 (0,70)	0,99 (0,76)	1,40 (0,94)	-
Leverage	3,44 (1,68)	2,24 (1,75)	2,09 (1,55)	1,89 (1,11)	-
Emittenti 2017	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	2,5% (6,2%)	4,4% (5,5%)	7,8% (8,2%)	-	-
ROA	2,7% (3,4%)	4,5% (4,3%)	5,5% (4,2%)	-	-
EBITDA / Vendite	2,5% (8,3%)	6,0% (11,1%)	15,5% (12,4%)	-	-
Test acido	1,23 (0,80)	1,02 (0,77)	0,87 (0,76)	-	-
Leverage	1,46 (1,09)	1,72 (1,46)	1,97 (1,50)	-	-
Tutto il campione	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	4,5% (4,8%)	3,9% (4,0%)	3,6% (6,1%)	-	-
ROA	3,3% (3,3%)	2,9% (3,6%)	2,9% (3,4%)	-	-
EBITDA / Vendite	-2,5% (9,9%)	1,7% (10,6%)	9,0% (11,0%)	-	-
Test acido	1,11 (0,87)	1,09 (0,88)	1,04 (0,88)	-	-
Leverage	1,65 (1,16)	1,74 (1,30)	1,57 (1,06)	-	-

Si comincia dagli indicatori di redditività: *return on assets* (ROA) definito come margine operativo netto su totale dell'attivo, e *return on equity* (ROE) ovvero utile netto su patrimonio netto. I valori medi sono fortemente influenzati da singoli casi particolari; i valori mediani ci consentono di evidenziare un lieve ma generalizzato miglioramento degli indici prima dell'emissione. Non si osservano dei *trend* dominanti prima dell'emissione, se non un valore medio e mediano lievemente maggiore per le emittenti del 2017, rispetto

ai due anni precedenti, che potrebbe però essere spiegato dal generale miglioramento dei margini industriali nel 2016 (si veda il Capitolo 1).

Per quanto riguarda invece la marginalità operativa esaminiamo il rapporto fra EBITDA (margine operativo lordo) e vendite da fatturato. Anche per le emittenti del 2017 si conferma una tendenza sottolineata nel Report dell'anno scorso, ovvero un aumento generalizzato della marginalità prima del collocamento.

Passando agli indicatori di liquidità, ecco il 'test acido' (*quick ratio*), ovvero il rapporto fra attivo circolante al netto delle scorte e passività a breve termine. Si tratta di un indicatore della capacità dell'impresa di 'coprire' gli impegni di spesa nel breve termine attraverso le attività più facilmente liquidabili (cassa, titoli finanziari a breve e crediti commerciali). I valori sono molto vicini a uno prima dell'emissione, con l'eccezione delle emittenti del 2015, il cui equilibrio finanziario di breve termine è più incerto. Si nota che

ELITE è la piattaforma internazionale progettata da Borsa Italiana nel 2012 in collaborazione con Confindustria e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, che si propone di supportare la crescita delle PMI italiane più promettenti in tutte le fasi del loro ciclo di vita, indirizzandole al cambiamento e supportandole in un percorso di crescita che idealmente giunge al traguardo della quotazione in Borsa.

Il progetto ELITE è strutturato attraverso tre servizi complementari, anch'essi in continua crescita, evoluzione ed arricchimento, che per mezzo delle loro sinergie permettono di ottenere gli obiettivi prefissati: il primo servizio, ELITE Growth, è un programma dedicato alla formazione, che pone le basi per la crescita futura e termina con l'accesso ad un *network* internazionale e ad un *pool* diversificato di fonti di finanziamento. Nel 2015 è stato poi lanciato ELITE Connect, una piattaforma digitale innovativa che fornisce alle aziende la possibilità di interagire più facilmente con intermediari e investitori, e rendersi visibili a livello internazionale. Infine, nel 2017 è stato ultimato ELITE Club Deal, una piattaforma di *alternative finance* progettata per facilitare il processo di raccolta del capitale da investitori professionali, anche attraverso i mini-bond.

Ad oggi, ELITE coinvolge complessivamente 703 aziende appartenenti a 27 Paesi. Le aziende italiane partecipanti sono 437, per un fatturato aggregato di € 46 miliardi. Il percorso di accesso ai capitali ha portato grandi risultati, infatti in Italia ben 142 imprese ELITE hanno eseguito 316 operazioni di finanza straordinaria per un valore complessivo delle transazioni di € 4,2 miliardi. Focalizzando l'attenzione sul debito, le imprese di ELITE hanno condotto finora 33 emissioni obbligazionarie per una raccolta complessiva di € 805 milioni. Particolare attenzione merita l'iniziativa di sistema ELITE Basket Bond, ideata e strutturata da Banca Finint, che consiste in una operazione di emissione contestuale di mini-bond, oggetto di una successiva cartolarizzazione eseguita da una SPV, sul modello degli 'hydro-bond' citati nei Report precedenti.

La prima emissione di ELITE Basket Bond è avvenuta il 12 dicembre 2017, e ha visto la partecipazione di 10 aziende ELITE appartenenti a diversi settori, che hanno emesso contestualmente mini-bond *callable* di durata decennale per un ammontare complessivo di € 122 milioni, con cedola 4,3% e rimborso *amortizing*. Le imprese coinvolte sono state: Damiano, Irritec, L. Molteni & C. dei F.lli Alitti, MEP SpA, Objectway Group, Officine Metallurgiche G. Cornaglia, Peuterey, Radio Dimensione Suono, Svas Biosana e Tecnocap. Un veicolo di diritto italiano (EBB Srl) ha sottoscritto tutti i titoli, collocando a sua volta delle *asset backed securities*.

Le emittenti hanno accettato di costituire in forma solidale un fondo comune a servizio del *credit enhancement*, a copertura parziale di eventuali insolvenze. Le risorse accantonate, pari al 15% della raccolta, torneranno nella disponibilità delle singole imprese se tutto andrà bene.

Hanno investito nell'operazione la Banca Europea degli Investimenti (BEI) e la Cassa Depositi e Prestiti, sottoscrivendo rispettivamente il 50% e il 33% del collocamento. La parte rimanente è stata sottoscritta da investitori privati fra cui Zenit SGR e Banca IFIS. *Arranger* dell'operazione è stata Banca Finint; la parte legale è stata seguita dagli studi Grimaldi e RCC.

Dato il successo della prima operazione, Borsa Italiana ha già in programma di replicare l'operazione nei prossimi mesi con altre due emissioni. Si tratta di una importante innovazione soprattutto dal punto di vista culturale: non è semplice riuscire a 'sincronizzare' realtà diverse con obiettivi diversi, per farle giungere a destinazione tutte insieme a lanciare un'emissione obbligazionaria ove ciascuna azienda, di fatto, accetta di affiancare il proprio nome a quello di un'altra azienda 'estranea' seppur facente parte della stessa *community* di imprese del programma ELITE.

Box 2.2

ELITE e il Basket Bond del 2017



Graziano Novello
(Banca Sella)

"Nell'attuale scenario di mercato caratterizzato dall'elevata liquidità raccolta dai Fondi PIR, i mini-bond rappresentano lo strumento ideale a disposizione delle PMI per raccogliere risorse finanziarie da destinare ad investimenti, favorendo peraltro un processo interno di crescita organizzativa propedeutico alla successiva quotazione in Borsa"

nell'anno 0 e nell'anno 1 l'indice migliora sensibilmente, grazie alla liquidità raccolta, a fronte dell'indebitamento (che nella maggioranza dei casi scade nel medio-lungo termine). Le emittenti del 2017 sembrano registrare un leggero peggioramento della liquidità prima del collocamento.

Infine è stata misurata la leva finanziaria (*leverage*), ovvero il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto. La struttura finanziaria dell'emittente è un importante parametro per valutare il rischio di insolvenza e la robustezza patrimoniale. Anche per le PMI che hanno raccolto nel 2017 si notano valori in leggera diminuzione, all'avvicinarsi dell'emissione, a testimoniare che nella maggioranza dei casi il mini-bond non va ad aggravare una situazione finanziaria già pesante, ma in un qualche modo 'rimpiazza', almeno parzialmente, debito che era già esistente. Come sottolineato l'anno scorso, laddove esistono i dati del bilancio dopo l'emissione, si osserva una ulteriore riduzione del *leverage* a indicare che molto spesso le obbligazioni sono utilizzate per rifinanziare il debito, oppure per implementare investimenti co-finanziati con capitale di rischio.

La Tabella 2.2 riporta la distribuzione per quartili del tasso di crescita medio del fatturato consolidato, definito dal *compounded annual growth rate* (CAGR), a cavallo dell'emissione del mini-bond. Il campione è costituito dalle 86 PMI non finanziarie che hanno raccolto dal 2013 al 2016.

Tabella 2.2
Compounded annual growth rate (CAGR) dei ricavi consolidati prima dell'emissione di un mini-bond.
Campione: 86 PMI emittenti, non finanziarie.
Fonte: AIDA BVD

	Emissioni 2013-2014 (-3, +2)	Emissioni 2015 (-3, +1)	Emissioni 2016 (-3, 0)
Valore medio	+16,8%	+11,8%	+20,0%
Primo quartile	+0,0%	+1,0%	-1,6%
Valore mediano	+2,6%	+5,0%	+5,4%
Terzo quartile	+17,2%	+15,8%	+25,0%

Box 2.3
La situazione delle emittenti in potenziale insolvenza

Anche nel 2017 le situazioni di possibili criticità rispetto al rischio di insolvenza nell'industria dei mini-bond si limitano fortunatamente a pochi casi.

Nel 2016 avevamo segnalato le vicende di Waste Italia e Filca. In quest'ultimo caso è dovuto un aggiornamento, poichè in data 23 dicembre 2017 il Tribunale di Lecco ha sancito il fallimento dell'azienda.

Lo scorso mese di aprile Giplast Group SpA, società abruzzese attiva nella filiera dell'industria del mobile partecipata dal fondo di *private equity* Vertis Capital, ha presentato domanda di concordato con continuità aziendale e al momento di andare in stampa il Tribunale di Teramo deve ancora pronunciarsi sull'ammissione, dopo la presentazione del piano finale avvenuta a novembre 2017. Nel 2016 Giplast Group aveva quotato su ExtraMOT PRO un mini-bond da € 4 milioni, la cui cedola prevista per aprile 2017 non è stata liquidata entro la scadenza dovuta. Peraltro, i sottoscrittori del mini-bond sono creditori privilegiati attraverso un pegno sul magazzino.

Il secondo caso di richiesta di concordato riguarda la SEA Spa di Trento (emittente di un mini-bond da € 3 milioni sottoscritto nel 2014 dal fondo Euregio Minibond). Già nel gennaio 2017 Crif Ratings aveva ritirato il *rating* sull'azienda; secondo quanto riportato dalla stampa locale, le attività dell'azienda, ammessa nel 2017 al concordato preventivo, sono state rilevate da Ecoopera con la formula dell'affitto di ramo d'azienda.

Un terzo caso è quello di D'Amante SpA, società padovana specializzata nel commercio al dettaglio di oggetti preziosi e accessori di moda, che il 22 dicembre 2017 ha presentato domanda di concordato in continuità. La società aveva collocato un mini-bond *short term* da € 300.000 con scadenza 20 dicembre 2017. Entro giugno 2018 la società dovrà presentare la domanda di concordato definitiva.

Secondo quanto comunicato da Borsa Italiana, ci sono poi due casi di ritardo nel pagamento delle cedole di mini-bond quotati: Sudcommerci (ottobre 2017) e Building Energy (giugno 2017) ma questo può essere dovuto, a volte, a fatti tecnici concordati con gli investitori.

Completano il quadro i casi di emittenti che hanno chiesto la riddiscussione dei *covenant* previsti nel Regolamento dei mini-bond, ma che non necessariamente sono sfociati in insolvenze; su questo argomenti si rimanda al Capitolo 3 (pagina 54).

Box 2.4

**I mini-bond...
nel pallone**

Una curiosità relativa al mercato dei mini-bond nel 2017 è l'attivismo dei *team* calcistici, area di *business* (se così possiamo chiamarla) che vede già tre società quotate in Borsa (Juventus, Lazio e Roma).

Sono invece le squadre milanesi (AC Milan e FC Internazionale) ad avere segnato il primo gol nella partita dei mini-bond, rispettivamente a maggio e a dicembre 2017. Il titolo rossonero, strutturato in due *tranche* rispettivamente di € 73,7 milioni e € 54,3 milioni sottoscritte interamente sotto forma di *private placement* dal fondo *hedge* Elliot – principale finanziatore del passaggio di proprietà del *club* alla nuova proprietà cinese – e successivamente quotato sul Terzo Mercato della Borsa di Vienna, paga una cedola annuale del 7,7%, ha scadenza nell'ottobre 2018 ed è finalizzato in parte al rifinanziamento del debito pregresso del *club* e in parte al finanziamento della campagna acquisti estiva.

FC Internazionale, tramite la controllata 'Inter Media and Communication', ha emesso un mini-bond con scadenza nel dicembre 2022 per un ammontare complessivo di € 300 milioni (cedola fissa del 4,875%, rating S&P BB-, opzione *call* esercitabile al termine del secondo anno), finalizzato a rifinanziare il debito bancario verso Goldman Sachs contratto nel 2013, che prevedeva un tasso variabile indicizzato sull'Euribor a 3 mesi più uno spread del 5,5%. Le obbligazioni sono state acquistate da numerosi investitori istituzionali e sono quotate sull'Open Market della Borsa di Berlino e sul Terzo Mercato della Borsa di Vienna. L'operazione è stata gestita da Goldman Sachs, Ubi Banca ha agito da co-gestore mentre Rothschild è l'*advisor* finanziario della società.

Ma non è finita qui. Il 4 dicembre 2017 il Frosinone Calcio ha presentato la campagna di *crowdfunding* tramite la piattaforma Internet 'Tifosy' fondata nel Regno Unito da Gianluca Vialli e Fausto Zanetton, in cui viene collocato al pubblico un mini-bond per un ammontare totale compreso tra € 1 milioni e € 1,5 milioni. Con la recente inaugurazione dello stadio "Benito Stirpe", il Frosinone è diventato il quarto club di calcio italiano ad avere un impianto di proprietà e il denaro raccolto verrà impiegato per realizzare strutture di supporto nello stadio, tra cui un centro medico accessibile a tutti i cittadini.

La raccolta fondi si è conclusa in data 4 febbraio 2018 per un ammontare totale di € 1,5 milioni, versati da 371 contributori. Il mini-bond paga una cedola annuale pari al 5% in contanti più il 3% sotto forma di credito verso il *club*, che permette di acquistare biglietti per gli incontri casalinghi e oggetti di *merchandising*. L'investimento minimo era € 500, ma come è tipico delle campagne di *crowdfunding* (si veda l'annuale Report italiano sul Crowdfunding prodotto dalla School of Management del Politecnico di Milano), erano previste ricompense progressive all'aumentare della quota sottoscritta (dal nome nella 'wall of fame' dello stadio ad inviti VIP per la cena di Natale, da biglietti in tribuna a maglie autografate).

Come i lettori sapranno, in Italia è assolutamente vietato organizzare un'offerta al pubblico generalizzato di titoli obbligazionari senza la pubblicazione di un prospetto informativo approvato dalla Consob, ed infatti il Frosinone ha giocato la partita in trasferta. I mini-bond, come si legge nella documentazione fornita, sono stati emessi da una società veicolo inglese controllata interamente dall'italiana Together Infrastrutture Sportive Srl che gestisce lo stadio.

Si nota che il valore medio è positivo per tutti i *cluster* analizzati, con un incremento che va dall'11,8% al 20,0% (valore mediano fra 2,6% e 5,4%). Possiamo quindi dire che le imprese che collocano mini-bond mediamente crescono in misura significativa già prima della raccolta di capitale. I valori del primo quartile sono prossimi a zero, il che implica che per circa il 25% delle imprese del campione non si registra una significativa crescita del fatturato consolidato. I valori del terzo quartile sono abbastanza elevati soprattutto per le emittenti del 2016, a indicare che un quarto delle imprese registra tassi medi annuali di crescita superiori ai valori indicati.

Il quadro delle *performance* operative delle emittenti è completato dalle informazioni contenute nel Box 2.3, che descrive la situazione aggiornata dei *default* nell'ambito dei mini-bond italiani.

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 2017.

Le emissioni fino al 2017: statistiche descrittive

Le emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio durante l'anno 2017, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 170, di cui 147 sotto € 50 milioni. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso dell'anno precedente, si erano registrate invece 110 emissioni (di cui 94 sotto € 50 milioni). Si conferma quindi la continua crescita del mercato. A partire dal 2012 disponiamo di un campione complessivo di 467 collocamenti, di cui 398 sotto € 50 milioni.

La Figura 3.1 aggiorna a tutto il 2017 l'andamento temporale cumulato delle emissioni di mini-bond, a partire dall'entrata in vigore delle riforme iniziate con il Decreto 'Sviluppo' del 2012. Si può notare un cospicuo flusso di collocamenti nel dicembre 2017 (56 emissioni, di cui di cui 10 relative all'Elite Basket Bond descritto nel Box 2.2 a pagina 35), spiegato dalla volontà da parte di diverse imprese di avviare l'emissione entro la chiusura del bilancio annuale.

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni. Abbiamo però anche 28 cambiali finanziarie (si veda il Box 3.1 a loro dedicato, a pagina 40), pari al 6% del campione.

La Figura 3.2 descrive invece l'andamento temporale annuale rispetto al controvalore delle emissioni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2017 è pari a € 16,922 miliardi; il contributo di flusso relativo al solo 2017 è stato pari a € 5,532 miliardi mentre quello del 2016 era stato pari a € 3,466 miliardi). Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 2,923 miliardi (con un contributo nel 2017 di ben € 1,433 miliardi) mentre se consideriamo solo le emissioni inferiori o uguali a € 50 milioni (fatte da grandi



Vito Ronchi
(Tenax Capital Italy)

“Il mercato dei mini-bond rimane un buyer's market con una fase di crescita caratterizzata da forti differenziazioni fra le varie tipologie e strutture di titoli, in un contesto di ripresa del credito bancario in cui però la vita media degli impieghi si riduce e non sempre le PMI trovano risposte adeguate”

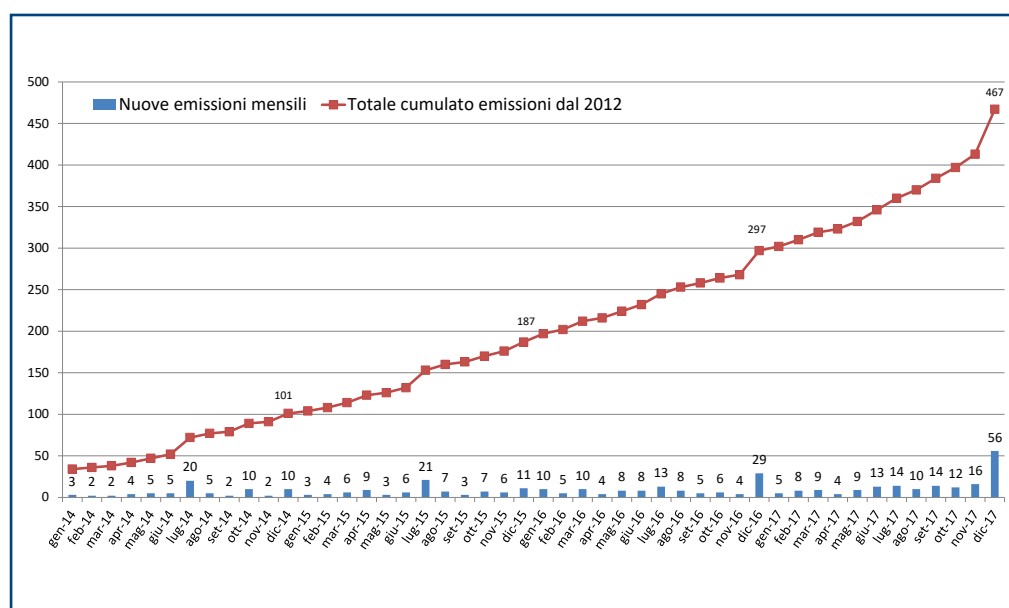
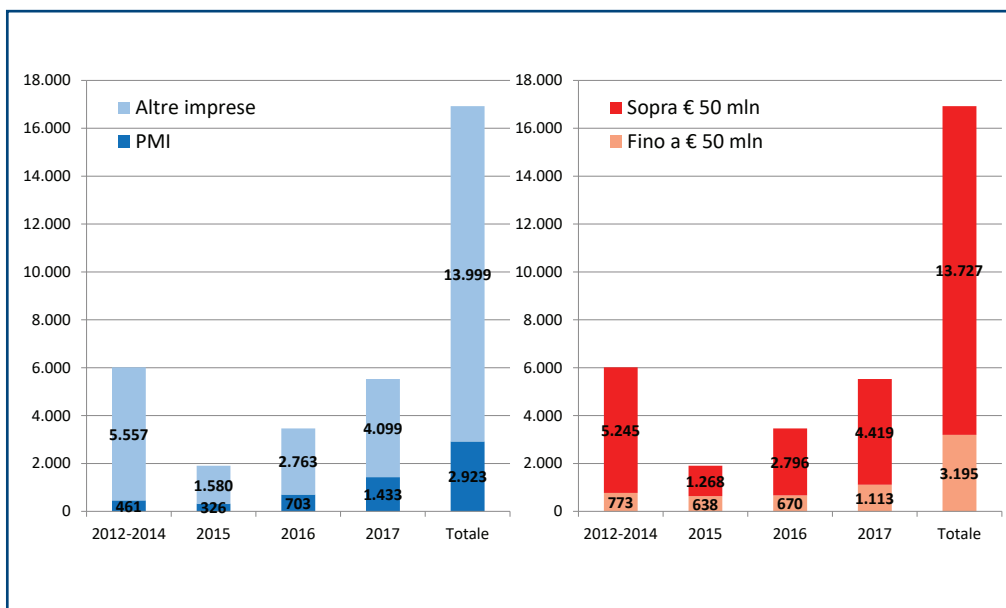


Figura 3.1

Flusso temporale delle emissioni di mini-bond dal 2014 al 2017.

Figura 3.2
Flusso temporale del controvalore di emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2017. Dati in milioni EUR. Campione: 467 emissioni



imprese e PMI, il capitale collocato ammonta a € 3,195 miliardi (contributo nell'anno 2017 pari a € 1,113 miliardi).

Le emissioni caratterizzate da un importo inferiore o uguale a € 50 milioni sono la maggioranza (398, pari all'85,2% del campione) mentre le altre emissioni (69, pari al 14,8%) risultano sopra la soglia identificata.

La Figura 3.3 aggiorna i dati del controvalore medio delle emissioni per semestre. Il valore medio è ormai stabilizzato: il numero è € 45 milioni nel primo semestre 2017, sceso a € 27 milioni nel secondo semestre, del tutto in linea con la tendenza del 2016.

Box 3.1
Le cambiali finanziarie: una razza in via di estinzione?

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

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

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

Alla data del 31 dicembre 2017, fra i titoli censiti dall'Osservatorio risultavano presenti 28 cambiali finanziarie, per un ammontare nominale totale pari a € 63,9 milioni. Le scadenze risultano comprese fra 1 mese e 3 anni mentre i tassi di interesse annuali variano da 1,5% a 7%. Le imprese emittenti in realtà sono molto meno (7) poichè tipicamente i programmi di emissione sono stati di tipo 'rolling' (ovvero allo scadere di una cambiale ne viene emessa un'altra, il che avviene di frequente per titoli a breve termine).

Il 2017 ha visto una sola nuova operazione, quella di Scatolificio Salernitano SpA (€ 350.000, cedola annuale 2,25%, scadenza 1 anno, sponsor Unicasm). La scarsa popolarità delle cambiali finanziarie è da imputarsi alla maggiore flessibilità ora offerta dalle obbligazioni, e al diffondersi dei cosiddetti mini-bond 'short term'.

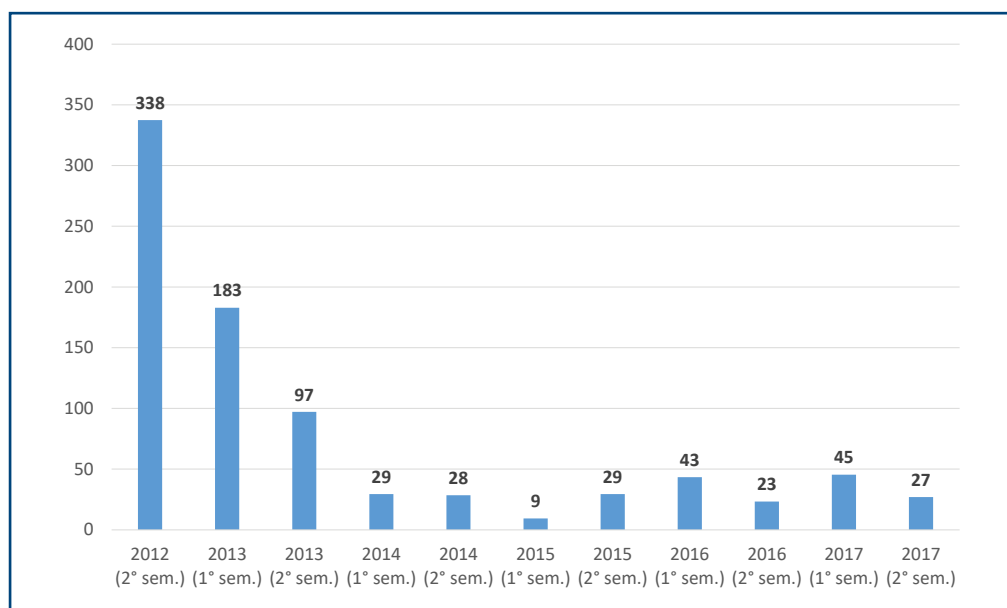


Figura 3.3

Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni EUR). Campione: 467 emissioni

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 242 (il 51,8%) contro le 225 fatte da grandi imprese (pari al 48,1%). Nel 2017 la frazione di emissioni condotte da PMI è stata pari al 58,8% contro il 59,1% relativo al 2016. Nella seconda parte dell'anno c'è stato un 'ritorno' sul mercato delle emissioni di grandi imprese, con ben 27 casi in dicembre.

Le emissioni condotte da società già quotate su un mercato borsistico azionario sono una minoranza: si tratta di 53 collocamenti (l'11,3% del campione, di cui 24 nel solo 2017) mentre la maggioranza dei mini-bond è stata emessa da imprese non quotate (414 casi, pari all'88,7%). Il valore medio del collocamento effettuato dalle PMI è pari a € 12,1 milioni, mentre quello effettuato dalle grandi imprese è pari a € 62,2 milioni. La media complessiva sulle 467 osservazioni è pari a € 36,2 milioni.

La distribuzione campionaria del controvalore delle singole emissioni è invece riportata nella Figura 3.5, dove si nota che il 25,5% delle osservazioni mostra un controvalore compreso fra € 2 milioni e € 5 milioni (con una minore incidenza di queste emissioni nel 2017) mentre rimane stabile il peso delle emissioni comprese fra € 5 milioni e € 10 milioni (16,2%). Altre 119 emissioni (sempre pari al 25,5% del campione) non superano l'ammontare di € 2 milioni e la percentuale è invece cresciuta rispetto all'anno scorso. I collocamenti che superano la soglia di € 200 milioni rappresentano il 5,4% del totale.

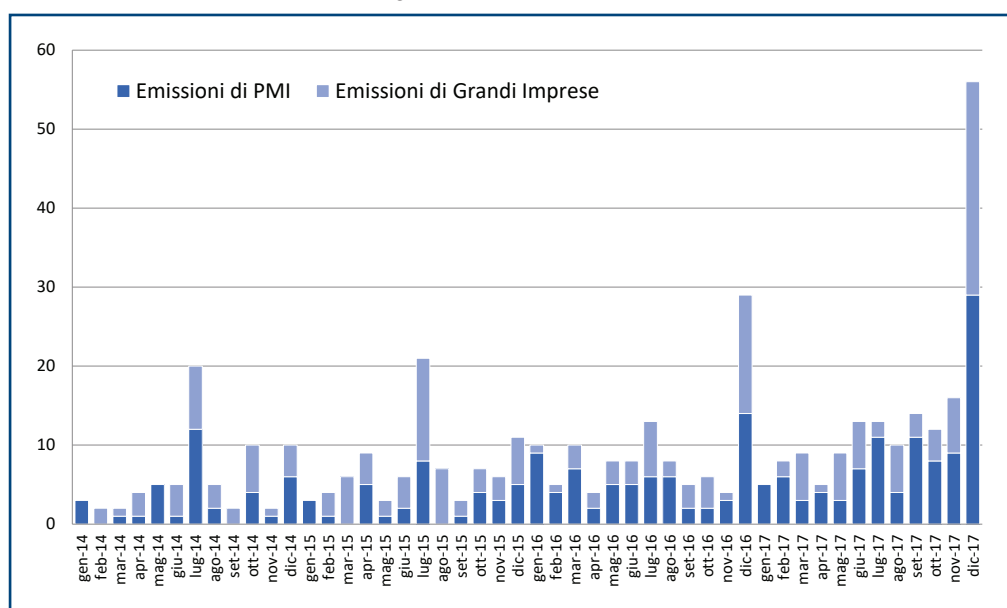


Figura 3.4

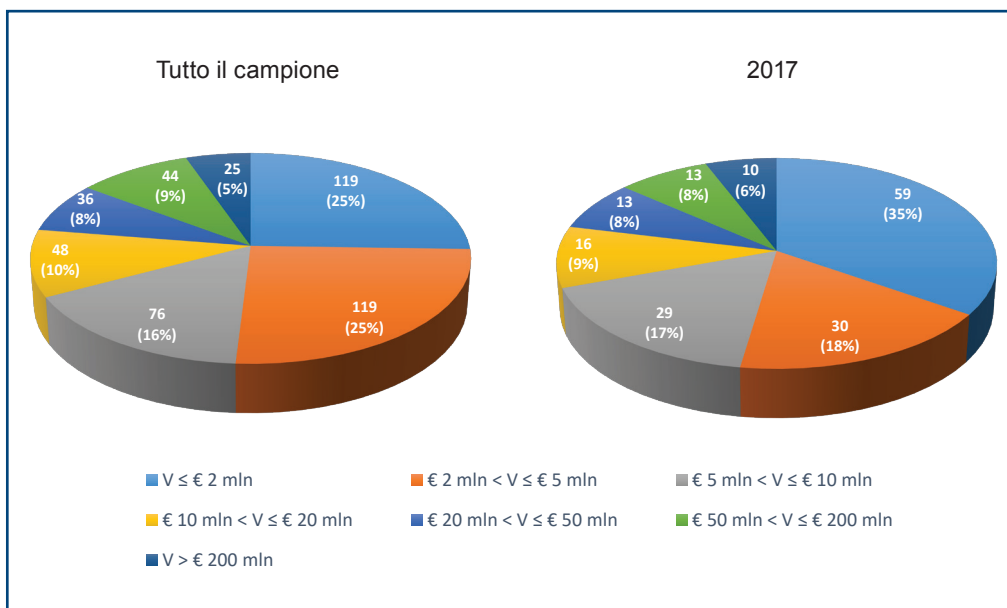
Flusso temporale delle emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa).



Emilio Troiano
(ADB Corporate Advisory)

"Record di emissioni nel quarto trimestre 2017 e rendimenti più allineati alla finanza tradizionale: sempre più imprenditori scelgono il mini-bond per finanziare la crescita"

Figura 3.5
Distribuzione del controvalore delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni)

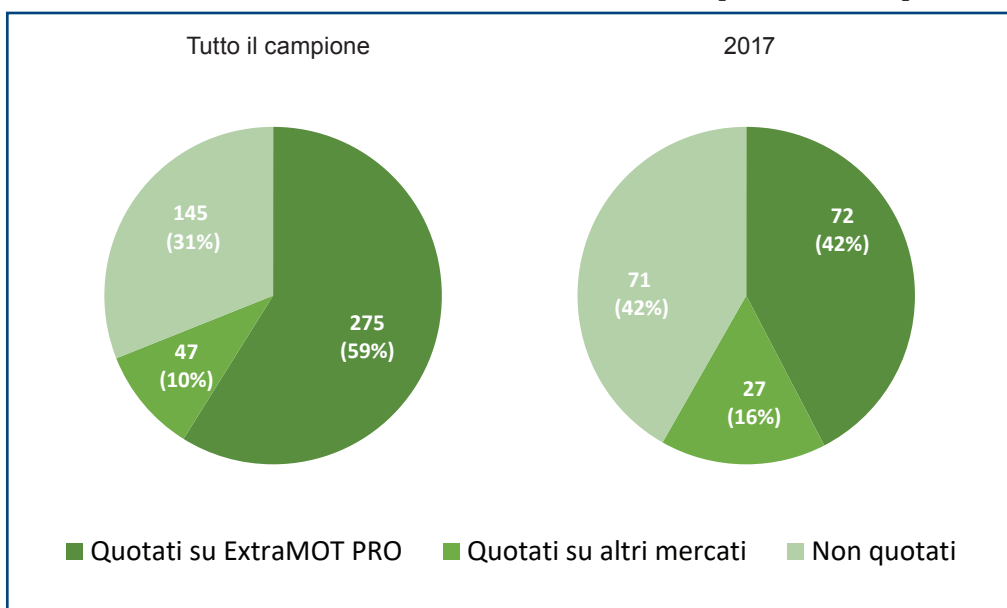


Un'ultima nota statistica riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 467 mini-bond censiti (si veda la Figura 3.6). La maggioranza (275, pari al 58,8%) è stata quotata sul segmento ExtraMOT PRO (si veda il paragrafo dedicato nel Capitolo 1) mentre 145 (pari al 31,0%) non sono stati quotati su alcun listino. In realtà se si considerano solo le emissioni del 2017 (parte destra della Figura 3.6) le non quotate sono 71 (il 41,8%, percentuale in forte aumento rispetto al 29,2% dell'anno scorso) e le quotate su ExtraMOT PRO sono 72 (il 42,1%, in forte riduzione rispetto all'anno scorso). Si rafforza dunque la tendenza già emersa dal 2015 verso una relativa minore propensione alla quotazione del titolo. Completano il quadro 47 emissioni quotate su altri mercati esteri, come Austria, Lussemburgo, Irlanda (di cui ben 27 arrivate nel 2017).

Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei 467 mini-bond del campione, nonché la remunerazione offerta al mercato. Per quanto riguarda la scadenza, la Figura 3.7 suddivide il campione in diverse fasce. Si nota che la maggioranza relativa dei mini-bond prevede una scadenza compresa fra 4 e 5 anni (96, ovvero il 20,5% del campione) ma c'è una certa dispersione. Abbiamo ben 69 titoli con scadenza fino a un anno (dovuti alla diffusione nel 2016 e nel 2017 dei cosiddetti mini-bond 'short term') e per contro compaiono 88

Figura 3.6
Quotazione dei mini-bond su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni)



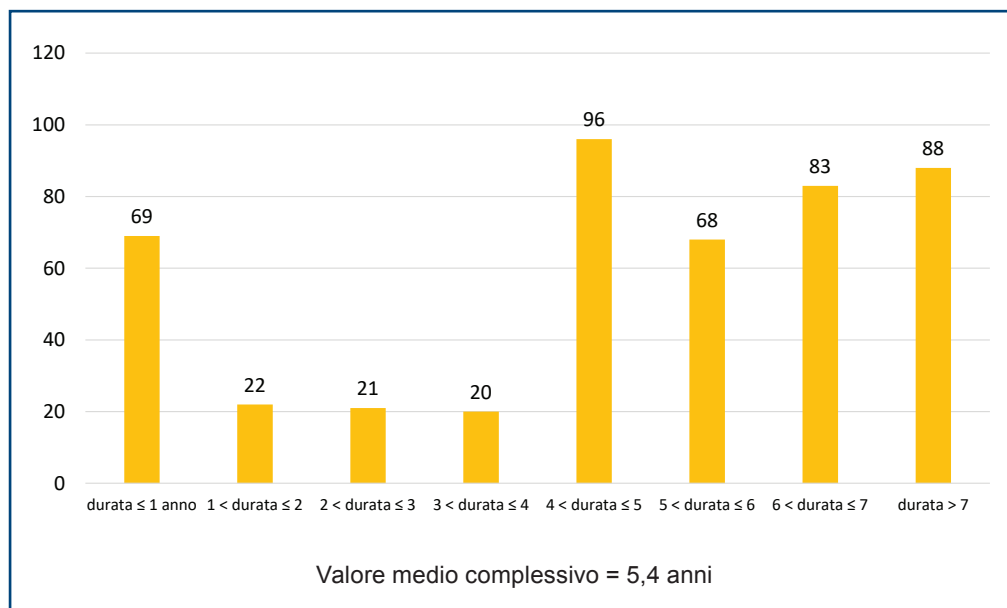


Figura 3.7

Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 467 emissioni di mini-bond



Leonardo Frigiolini
(Frigiolini & Partners)

“Saper maneggiare con perizia strumenti finanziari come i mini-bond non è molto diverso dal saper guidare con perizia una monoposto e non è un caso che i migliori piloti di Formula1 abbiano sulle spalle anni di gavetta sui go-kart: i minibond “short term” sono il miglior go-kart che una PMI possa avere tra le mani per fare palestra”

titoli con scadenza superiore alla soglia dei 7 anni. Le *maturity* comprese fra 1 e 4 anni sono invece le meno frequenti. Il valore medio complessivo è pari a 5,4 anni.

La Figura 3.8 mette in luce l'evoluzione nel corso del 2017, anno in cui sono ulteriormente incrementate le emissioni di mini-bond ‘short term’ (da 17 a 32) e di titoli a lunga durata (da 20 a 36 per quelli con scadenza compresa tra 6 e 7 anni e da 21 a 39 per quelli con scadenza maggiore di 7 anni). Il valore medio è diminuito nuovamente (4,9 anni nel 2017 contro 5,6 anni registrato nel 2016), però con una maggiore polarizzazione verso gli estremi.

La Figura 3.9 mostra le differenze nella scelta della scadenza confrontando PMI e grandi imprese. Per le PMI la scadenza è in generale inferiore (in media 5,1 anni contro 5,8), e si notano ben 55 emissioni con durata massimo di un anno, proprio per questo gruppo di emittenti. Le grandi imprese sembrano invece essere relativamente ‘assenti’ sulle scadenze inferiori a 4 anni e predominano invece sulle scadenze superiori. Il dato potrebbe confermare la maggiore capacità di accesso al debito bancario per le grandi imprese, in particolare nel breve termine; nel medio-lungo termine le grandi imprese non disdegnano i mini-bond, che possono offrire maggiore autonomia e controllo e supplire alla carenza di offerta da parte delle banche di affidamenti di lunga durata.

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

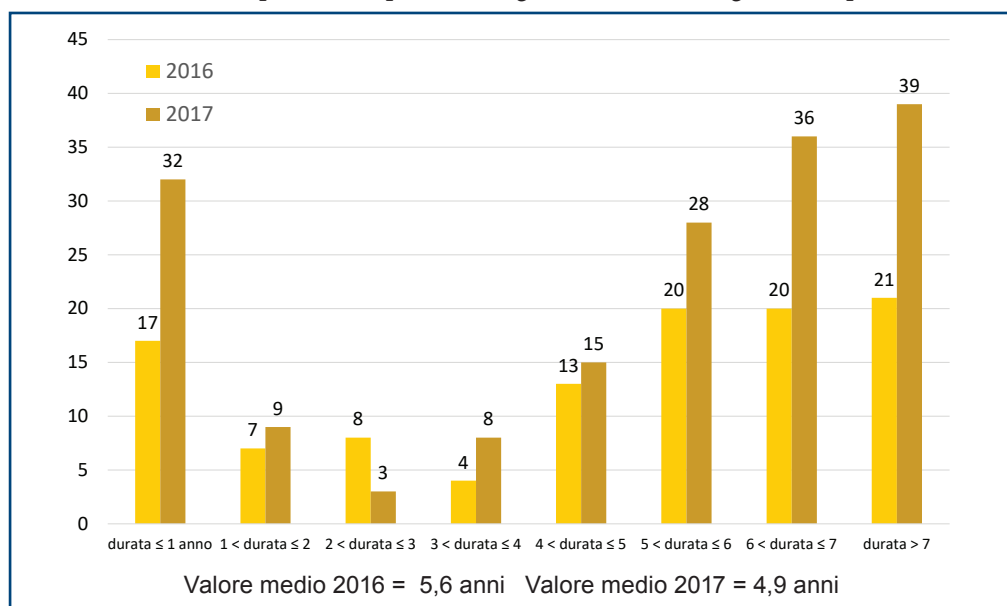
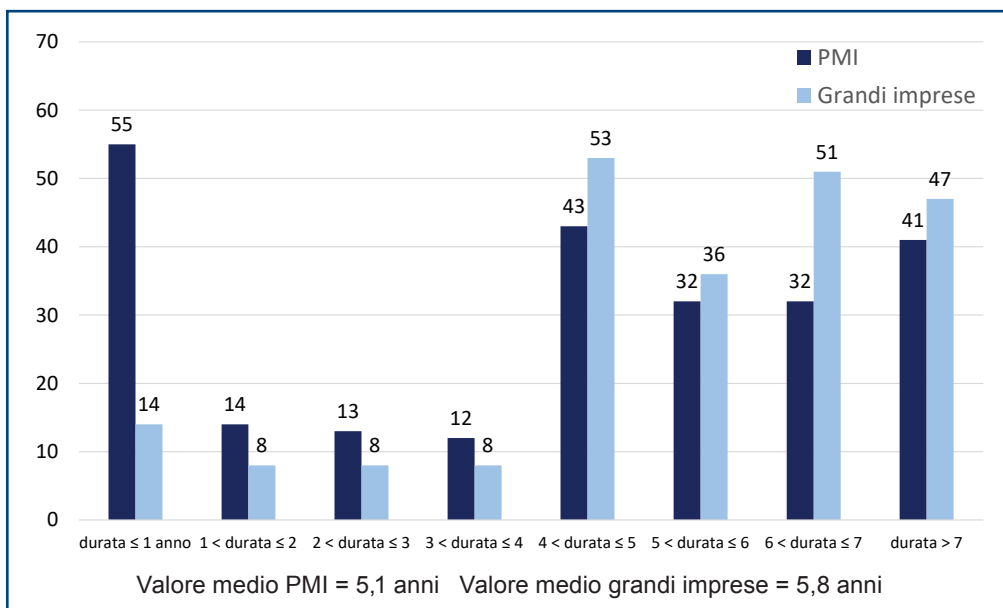


Figura 3.8

Distribuzione della scadenza dei mini-bond: confronto fra 2016 e 2017

Figura 3.9
Distribuzione della scadenza dei mini-bond: differenza fra PMI e grandi imprese. Campione: 467 emissioni



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

sovranici. 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 3.1 evidenzia che la modalità *bullet* è la più utilizzata (nel 51,2% dei casi) sebbene anche nel 2017 la frequenza delle emissioni *amortizing* sia relativamente aumentata, confermando il *trend* degli anni precedenti. Infatti, delle 170 emissioni del 2017, 80 (47,0%) erano *bullet* e 90 (53,0%) erano *amortizing*. Quest'ultima modalità è relativamente più frequente per le PMI, per le emissioni sotto € 50 milioni e soprattutto per quelle a lunga scadenza. La modalità *bullet* è invece preferita dalle società quotate in Borsa, dalle società finanziarie, nelle grandi emissioni e in quelle a breve scadenza.

Tabella 3.1
Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale. Campione: 467 emissioni di mini-bond

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>	n.d.
Tutto il campione	51,2%	48,2%	0,6%
PMI	48,3%	51,7%	-
Grandi imprese	54,3%	44,4%	1,3%
Società quotate in Borsa	71,7%	28,3%	-
Società non quotate in Borsa	48,6%	50,7%	0,7%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	45,2%	54,0%	0,8%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	85,5%	14,5%	-
Società non finanziarie	47,8%	51,5%	0,7%
Società finanziarie	85,7%	14,3%	-
Mini-bond con scadenza inferiore a 5 anni	73,2%	26,3%	0,4%
Mini-bond con scadenza uguale o > 5 anni	30,1%	69,0%	0,8%

La Figura 3.10 proietta nel tempo i flussi di rimborso del capitale relativi ai mini-bond del campione (ovviamente per quelli non ancora scaduti). In base ai regolamenti delle emissioni e tenendo conto delle diverse *maturity* (*bullet* o *amortizing*) sono stati calcolati i flussi finanziari complessivi destinati alla *redemption* della quota capitale. Si tratta di un elemento di analisi interessante per l'industria dei mini-bond italiana, perchè offre un quadro delle opportunità (e probabilmente necessità) di rifinanziamento futuro dei titoli.

Si nota una prima 'tappa' importante proprio nel 2018, quando saranno da rimborsare più di € 2,3 miliardi; l'appuntamento si rinnoverà poi con importi molto simili negli anni successivi. Nel complesso i dati mostrano che la *duration* media del portafoglio dei

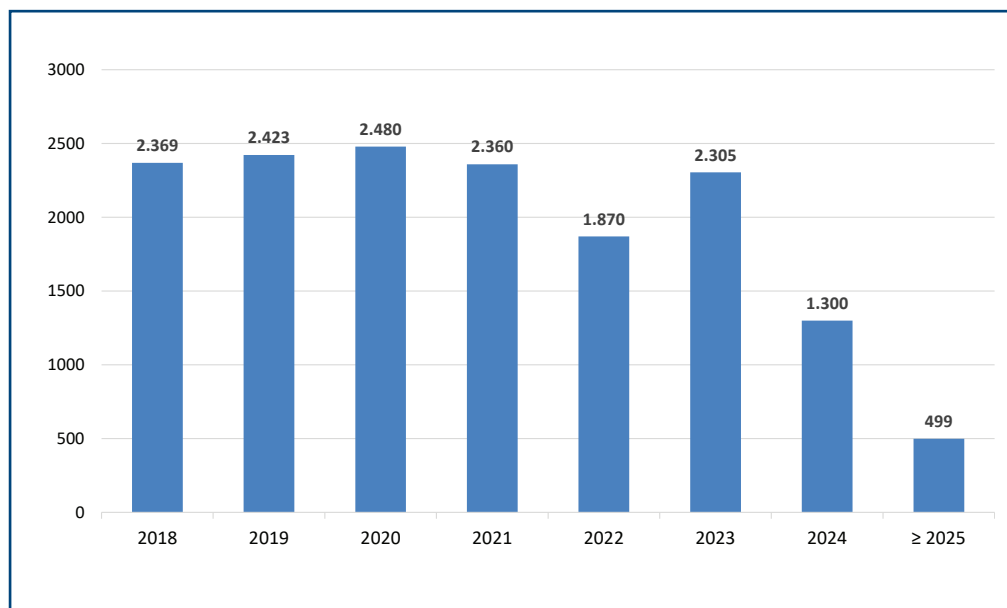


Figura 3.10

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

mini-bond italiani, alla data del 1 gennaio 2018, è pari a circa 3,9 anni.

Per quanto riguarda la remunerazione del mini-bond, essa avviene attraverso il pagamento di una cedola periodica, definita nel Regolamento in percentuale rispetto al valore nominale. La cedola può essere fissa e costante per tutta la durata del prestito oppure variabile e indicizzata a un qualche parametro di mercato osservabile (in genere ad un tasso interbancario rappresentativo dell'equilibrio corrente sul mercato monetario, come l'Euribor²). Inoltre la cedola annuale può essere liquidata in date di godimento differenziate (ogni anno, ogni semestre, ogni trimestre, ...): a parità di tutto il resto, il pagamento anticipato degli interessi rappresenta un vantaggio per l'investitore, rispetto al costo opportunità del capitale, e contribuisce a incrementare lo *yield-to-maturity*.

La Figura 3.11 evidenzia che la quasi totalità dei mini-bond del campione paga una cedola fissa: solo 58 emissioni (il 12,4% dei casi) prevedono una cedola variabile.

La cedola fissa continua a ridursi, seguendo l'equilibrio generale dei tassi di interesse sui mercati finanziari (si veda il Capitolo 1). Il valore medio per tutto il campione è ora 5,15%, mentre il valore mediano è 5,00%. La distribuzione sembra abbastanza omogenea attorno al valore medio; chiaramente l'importo della cedola dipende da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla struttura per scadenza dei tassi). Inoltre la cedola sarà

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

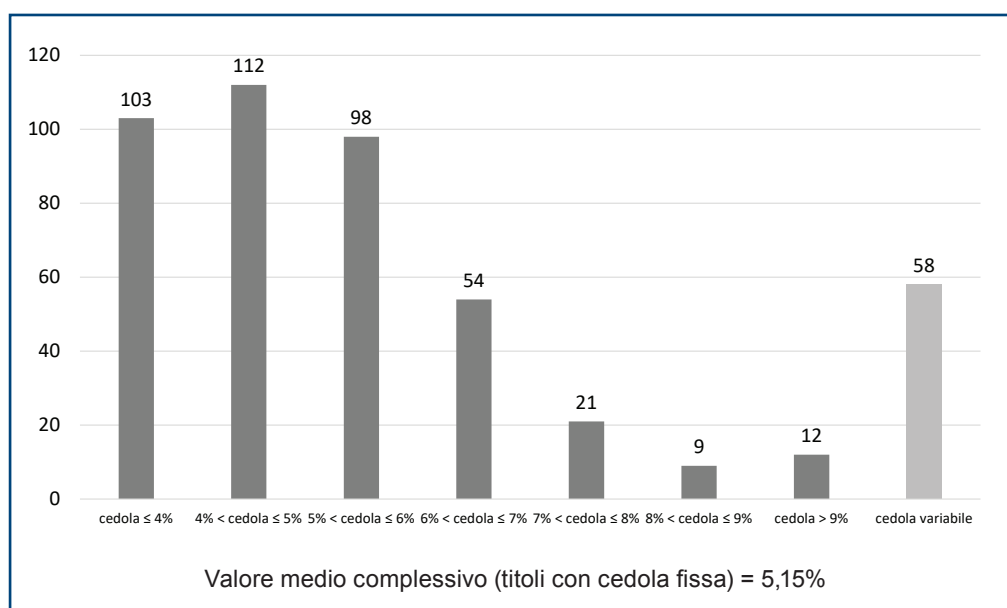
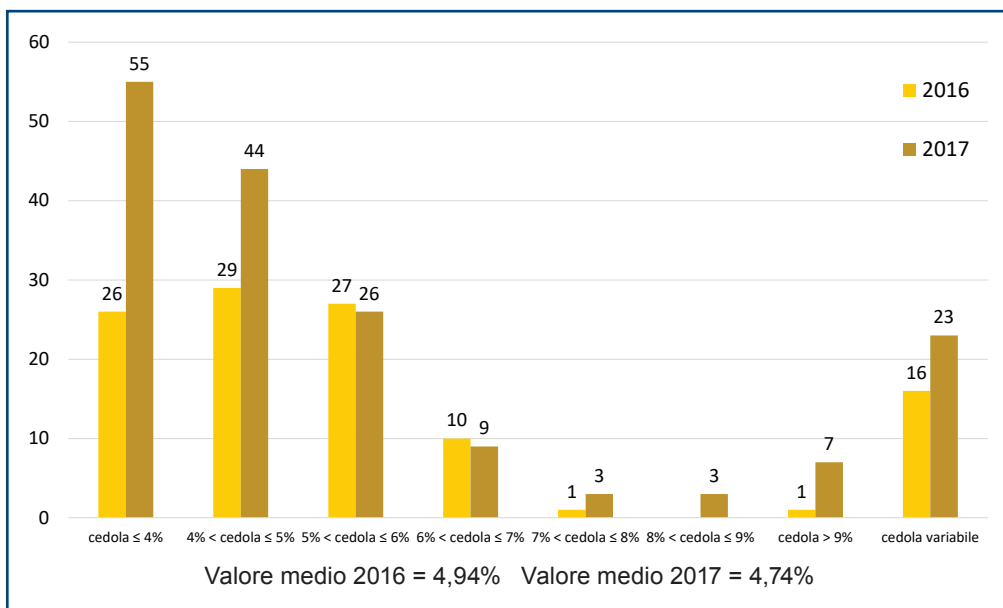


Figura 3.11

Distribuzione della cedola dei mini-bond. Campione: 467 emissioni

Figura 3.12
La cedola dei mini-bond: confronto fra 2016 e 2017



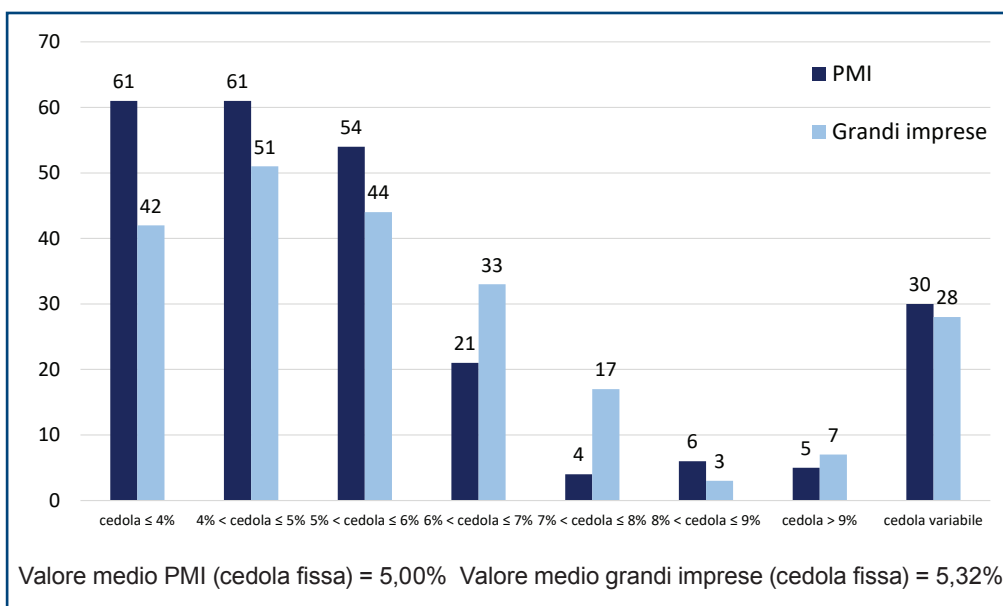
proporzionale al possibile rischio di insolvenza dell'emittente: maggiore è il rischio percepito, maggiore sarà il premio di rendimento richiesto dagli investitori. Infine, data la scarsa liquidità dei mini-bond sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che ci aspettiamo essere maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell'emissione e nel caso essa non sia quotata.

La Figura 3.12 mostra che nel corso del 2017 si è assistito ad un ulteriore decremento del costo del capitale. La cedola media si è attestata sotto il valore del 5% per il secondo anno consecutivo (4,74%) e la maggioranza relativa dei titoli (55 su 170, pari al 32,4%) mostra un *coupon* pari o inferiore al 4%.

La Figura 3.13 riporta la distribuzione del valore della cedola distinguendo fra emissioni fatte da PMI e da grandi imprese. Non si riscontra una diversa propensione a scegliere la cedola variabile piuttosto che fissa. Come evidenziato l'anno scorso, a prima vista può sembrare che il costo del debito per le grandi imprese sia maggiore rispetto alle PMI (i valori medi della cedola fissa sono rispettivamente 5,32% e 5,00%), ma non va dimenticato (si veda la Figura 3.9) che le PMI tendono ad emettere mini-bond su scadenze più brevi.

La stessa impressione si potrebbe ricavare considerando la Figura 3.14, che separa le emissioni sopra € 50 milioni dalle altre. Il valore medio della cedola fissa è 5,12% per la prima categoria, 5,38% per la seconda; le piccole emissioni sono più polarizzate intorno a valori della cedola inferiori al 6% mentre le grandi appaiono più disperse.

Figura 3.13
Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 467 emissioni



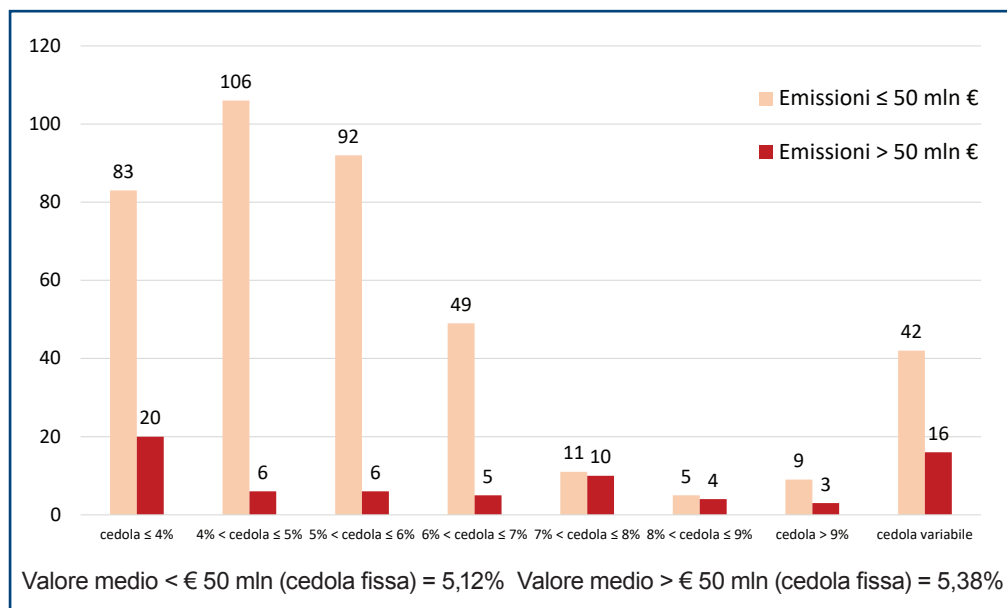


Figura 3.14

Distribuzione della cedola dei mini-bond: distinzione fra emissioni sopra e sotto 50 milioni EUR. Campione: 467 emissioni

Per tenere conto sia del fattore 'dimensione' che del fattore 'scadenza' la Figura 3.15 disaggrega il campione delle emissioni con cedola fissa considerando insieme entrambi i fattori. Il vantaggio delle PMI sembra confinato alle emissioni sotto i 3 anni e superiori ai 6 anni. Naturalmente si tratta solo di una statistica numerica, e un'analisi più accurata dovrebbe considerare anche altri fattori specifici di rischio.

Bisogna 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. Nel 2017, ad esempio, sono stati collocati sotto la pari i mini-bond di Calia Trade (prezzo 98,5), Danisi Engineering (98) e Cestaro Fonderie (97).

Da segnalare sempre nel 2017 l'emissione del primo mini-bond *zero coupon* (Ambros Saro SpA, in scadenza nel 2020), avvenuta al 71% del valore nominale e senza il pagamento di alcuna cedola³. In tal caso l'intera remunerazione per l'investitore è data dal disaggio di emissione.

³ Per omogeneità delle statistiche precedenti, per questa emissione è stata calcolata una cedola fissa 'equivalente' pari allo *yield-to-maturity*, ovvero 12%

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 so-

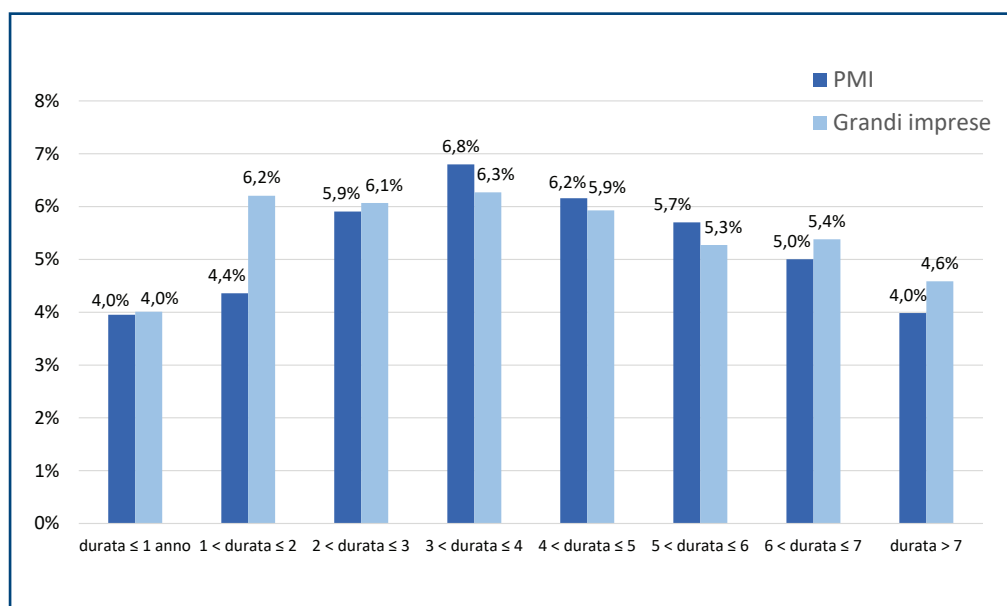


Figura 3.15

Valore medio della cedola distribuita dai mini-bond: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze. Campione: 409 emissioni con cedola fissa

Box 3.2
I project bond nel 2017

Come già evidenziato nei Report precedenti, i mini-bond sostengono anche la finanza di progetto, offrendo l'opportunità della leva del debito nel medio-lungo termine ai promotori di progetti in infrastrutture quali opere stradali, ospedali, centrali energetiche, impianti di pubblica utilità. Certamente il progetto che ha ricevuto più attenzione nel 2017 è quello di Superstrada Pedemontana Veneta SpA, finalizzato al finanziamento dell'omonima autostrada a pagamento, che con un percorso di 94,6 km collegherà le principali aree industriali delle province di Vicenza e Treviso. L'emissione, avvenuta a novembre 2017, è divisa in due *tranche* quotate sulla Borsa di Dublino una *senior* da circa € 1,2 miliardi, scadenza 2047, cedola variabile, e una *junior* da € 350 milioni, scadenza 2027, cedola 8% *step-up*. Accanto a questo *mega-deal* non sono mancate però le emissioni sotto € 500 milioni, presenti nel nostro campione.

In ottobre 2017 Società Energie Rinnovabili SpA (SER), veicolo controllato dal fondo inglese Glennmont Partners, ha portato su ExtraMOT PRO un *bond* da € 190 milioni (scadenza 2025, cedola semestrale 2,01%) per il rifinanziamento del portafoglio di parchi eolici da 245 MW, originariamente supportato dal credito di 9 banche. Gli *arranger* dell'operazione sono stati Natixis e Unicredit; l'emittente è la società controllante CEF3 Wind Energy SpA.

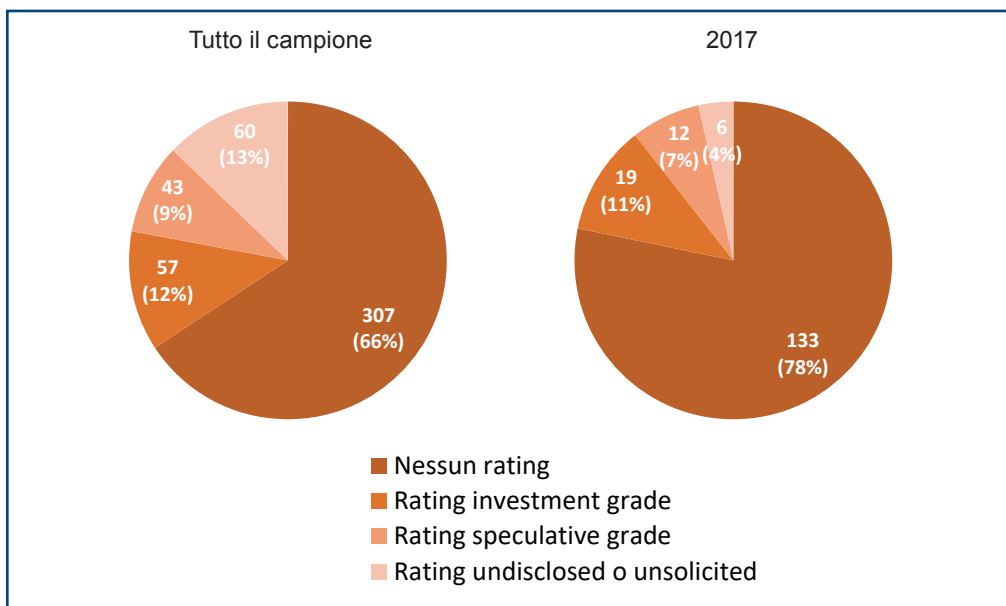
A dicembre Sungem Holding Italy SpA, veicolo controllato da Amplio Group e Gottex Real Asset Fun, ha emesso un mini-bond da € 70 milioni, scadenza 2030, cedola indicizzata, finalizzato al rifinanziamento di un portafoglio di 40 impianti fotovoltaici da 31 MW. L'*advisor* dell'emittente è stato Valecap. Le obbligazioni sono state sottoscritte da Aviva Investors e SCOR Investment Partners, già investitori in un'operazione simile del 2016, promossa da Azienda Solare Italiana (ASI), che allora si chiamava Antin Solar Investments.

È interessante infine citare l'iniziativa di Foresight Group, che ha lanciato un fondo con un primo *closing* a gennaio 2018 da € 70 milioni (Foresight Green Bond Fund) in parte sottoscritti dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI); esso investirà in mini-bond emessi per finanziare progetti nelle energie rinnovabili e in efficienza energetica.

⁴ Un maggiore approfondimento sulla tematica delle *rating agency* è proposto nel Capitolo 4, pagina 59

cietà autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale⁴. 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 collocati nel 2017 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)

Figura 3.16
Presenza del *rating* sui mini-bond. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni)



o da altri soggetti (in questi casi il *rating* è definito *unsolicited*).

La Figura 3.16 evidenzia che il 66% delle emissioni non è accompagnata da un *rating* (307 casi). Abbiamo 57 emissioni (il 12%) associate a un *rating* ‘*investment grade*’ (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB nella scala utilizzata da Standard & Poor’s, o equivalente) e 43 (9%) con *rating* inferiore alla soglia indicata (‘*speculative grade*’). Infine abbiamo ben 60 emissioni (13%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non ‘pubblico’ richiesto in genere dall’investitore. La parte destra della Figura 3.16 chiarisce che nel 2017 la richiesta del *rating* è diventata meno frequente (il 78% dei collocamenti non lo prevedeva), e per quelle che lo hanno richiesto la proporzione fra giudizi *investment grade* e *speculative grade* è abbastanza stabile.

La Tabella 3.2 ci fa meglio capire quali tipologie di emissioni ricorrono più probabilmente al *rating*.

Attribuzione del <i>rating</i> :	Nessun <i>rating</i>	Sì (<i>investment grade</i>)	Sì (<i>speculative grade</i>)	Sì (<i>undisclosed</i> o <i>unsolicited</i>)
Tutto il campione	65,8%	12,2%	9,2%	12,8%
PMI	77,3%	9,5%	2,1%	11,2%
Grandi imprese	53,3%	15,1%	16,9%	14,7%
Società quotate in Borsa	69,8%	17,0%	3,8%	9,4%
Società non quotate in Borsa	65,2%	11,6%	9,9%	13,3%
Emissioni uguali o < 50 milioni EUR	69,1%	12,6%	3,5%	14,8%
Emissioni > 50 milioni EUR	46,4%	10,1%	42,0%	1,4%
Società non finanziarie	64,7%	11,8%	9,4%	14,1%
Società finanziarie	76,2%	16,7%	7,1%	-
Mini-bond con scadenza < 5 anni	72,4%	13,6%	5,3%	8,8%
Mini-bond con scadenza = o > 5 anni	59,4%	10,9%	13,0%	16,7%

Tabella 3.2

Statistiche sull’attribuzione del *rating*. Campione: 467 emissioni di mini-bond

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

Quest’anno proponiamo un’analisi inedita sulla dinamica degli *upgrade* o *downgrade* del *rating*, vale a dire dei miglioramenti o dei peggioramenti nello *standing* creditizio dell’emittente, a giudizio delle *rating agency*.

La Figura 3.17 mostra la distribuzione dei *rating* pubblici comunicati al momento dell’emissione su 100 mini-bond estratti dal nostro campione. Al fine di rendere comparabili le scale di differenti case, sono state utilizzate le corrispondenze mostrate in Tabella 3.3 utilizzando come scala di riferimento la tassonomia di Cerved Rating Agency. Il *rating* medio si posiziona tra i *notch* B1.2 e B2.1 (mediana a B1.2), corrispondenti a un *rating* tra BBB- e BB nell’equivalente scala di Standard & Poor’s. Emergono sostanziali differenze tra il *rating* medio associato alle PMI (tra B1.1 e B1.2, corrispondenti a BBB di Standard & Poor’s) e quello associato alle grandi imprese (tendente al B2.1, corrispondente a BB+/BB di Standard & Poor’s). Bisogna tener presente però che la dimensione dei due campioni è sostanzialmente diversa, con il primo composto da 28 mini-bond (28,0% del totale analizzato) e il secondo dai rimanenti 72 (72,0%).



Fabrizio Negri
(Cerved Rating Agency)

“Il 2017 ha confermato l’interesse per i mini-bond nonostante un inizio di anno tiepido. L’ingresso nel settore di nuovi emittenti, le operazioni dei primi repeat issuer e la crescente adozione di schemi di finanza strutturata testimoniano il passaggio alla fase di consolidamento. Dal lato della domanda sarebbe auspicabile un maggiore coinvolgimento degli operatori esteri ancora poco attratti dai profili di rischio/rendimento offerti dal mercato”

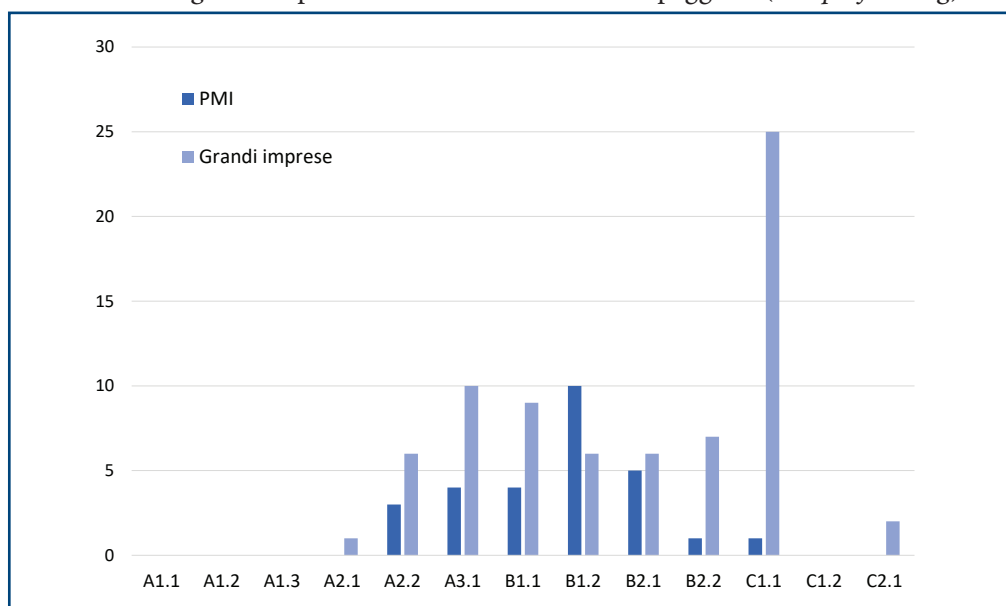
Tabella 3.3
Tabella di
corrispondenza fra
i giudizi delle *credit
rating agency*

Cerved Rating Agency	Crif Ratings	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
A1.1	AAA	AAA	Aaa	AAA
A1.2	AA+ / AA	AA+ / AA	Aa1 / Aa2	AA+ / AA
A1.3	AA-	AA-	Aa3	AA-
A2.1	A+	A+	A1	A+
A2.2	A	A	A2	A
A3.1	A-	A-	A3	A-
B1.1	BBB+ / BBB	BBB+ / BBB	Baa1/Baa2	BBB+ / BBB
B1.2	BBB-	BBB-	Baa3	BBB-
B2.1	BB+ / BB	BB+ / BB	Ba1/Ba2	BB+ / BB
B2.2	BB-	BB-	Ba3	BB-
C1.1	B+ / B	B+ / B	B1 / B2	B+ / B
C1.2	B-	B-	B3	B-
C2.1	CCC / C	CCC / C	Caaa /Ca /C	CCC / C
Non performing	D1S/D	D	D	D

Nel 2013 il *rating* mediano iniziale si assestava a C1.1 (equivalente a B+/B di Standard & Poor's), mentre negli anni successivi si sono riscontrati valori mediani di B1.1 (nel 2014 e 2015) e poi B1.2 (2016 e 2017). Ipotizziamo che il peggioramento del *rating* mediano iniziale nel corso degli anni sia dovuto a un meccanismo di *adverse selection*, con una generale riduzione delle richieste di *rating* da parte delle emittenti, con la conseguenza che questo strumento viene utilizzato principalmente da quelle imprese che più lo necessitano avendo uno *standing* creditizio meno pregiato.

La Figura 3.18 riporta la 'matrice di transizione' dal *rating* iniziale (rappresentato nelle righe) a quello finale (nelle colonne); i valori indicati rappresentano la frequenza di spostamento di *notch*. Delle 100 emissioni oggetto di analisi, 73 (il 73,0%) hanno mantenuto lo stesso *rating* tra l'emissione e la fine del 2017, 14 (il 14,0%) hanno migliorato il proprio *rating* (ottenendo dunque un *upgrade*) e 13 (il rimanente 13,0%) hanno subito un *downgrade*. L'*upgrade* è più frequente per quelle emissioni che in origine avevano un *rating* associato pari a B1.1 (equivalente a BBB+/BBB di Standard & Poor's), delle quali il 38% si è spostata verso classi A. Significativo risulta essere anche il *downgrade* del 44% delle imprese inizialmente valutate come A2.2 (A nella scala Standard & Poor's). Le variazioni 'estreme' sono rappresentate da due casi singoli (da A2.1 a C1.1 e da A2.2 a C1.2). In altri due casi il *downgrade* ha portato i mini-bond alla classe peggiore (*non performing*).

Figura 3.17
Distribuzione del
rating iniziale.
Campione: 100
emissioni di mini-
bond con *rating*
pubblico



Rating iniziale	Rating finale											Upgrade	Downgrade	# emissioni	
	A2.1	A2.2	A3.1	B1.1	B1.2	B2.1	B2.2	C1.1	C1.2	C2.1	Non-perf.				
A2.1	-	-	-	-	-	-	-	100%	-	-	-	-	100%	-	1
A2.2	-	56%	11%	11%	11%	-	-	-	11%	-	-	-	-	44%	9
A3.1	-	36%	64%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	36%	-	14
B1.1	-	8%	31%	46%	-	8%	-	8%	-	-	-	-	38%	15%	13
B1.2	-	-	-	-	100%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16
B2.1	-	-	-	-	9%	73%	-	-	-	9%	9%	-	9%	18%	11
B2.2	-	-	-	-	-	13%	63%	25%	-	-	-	-	13%	25%	8
C1.1	-	-	-	-	-	4%	4%	88%	-	4%	-	-	8%	4%	26
C1.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
C2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50%	50%	-	-	50%	2
Non-perf.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0

Figura 3.18

Matrice delle transizioni fra le diverse classi di rating.
Campione: 100 emissioni di mini-bond con rating pubblico

Opzioni, covenant e garanzie

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

Esiste però anche la possibilità opposta. Il mini-bond potrebbe essere *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 467 mini-bond esaminati esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.19 evidenzia che più di un terzo del campione prevede entrambe le opzioni (189 emissioni pari al 40%). Vi sono invece 69 titoli (pari al 15% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *puttable* sono 98 (il 21%) mentre quelli solo *callable* sono 102 (22%).

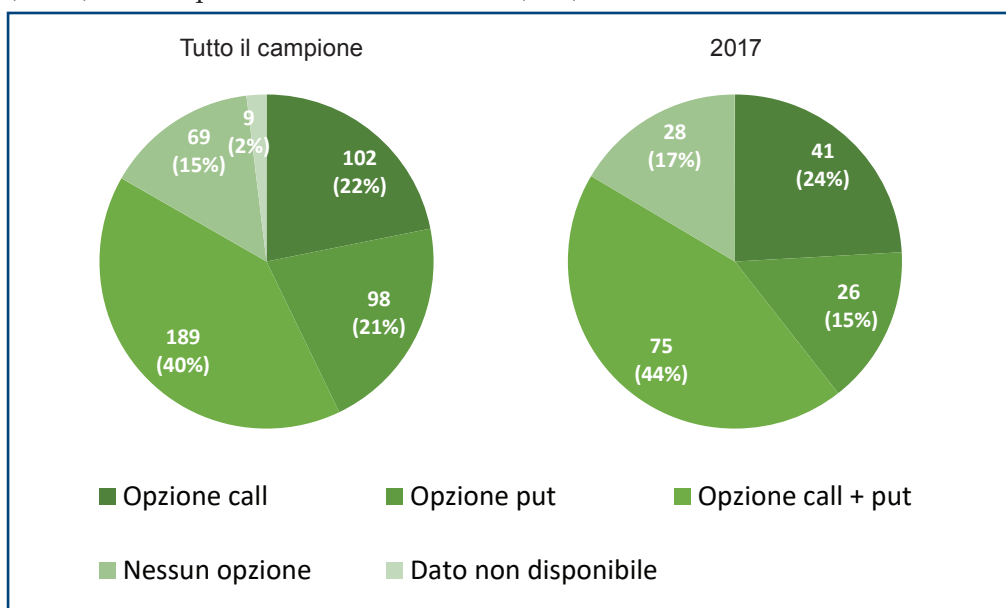


Figura 3.19

Presenza di opzioni call e/o put.
Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni)

La parte destra della Figura 3.19 ci mostra che nel 2017 si verifica un buon aumento della frequenza relativa di titoli con entrambe le opzioni, mentre calano i casi in cui è presente la sola opzione *put*; aumentano leggermente i mini-bond con solo opzione *call*.

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 3.4).

Tabella 3.4
Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*. Campione: 467 emissioni di mini-bond

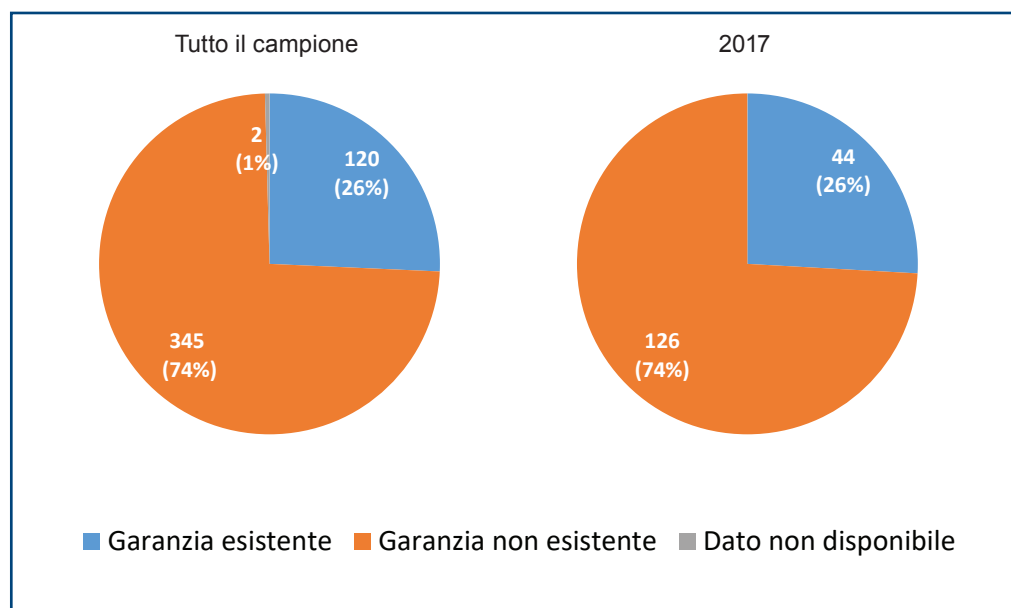
Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put	n.d.
Tutto il campione	14,6%	21,8%	21,2%	40,5%	1,9%
PMI	17,8%	22,3%	15,7%	43,4%	0,8%
Grandi imprese	11,1%	21,3%	27,1%	37,3%	3,1%
Società quotate in Borsa	22,6%	15,1%	20,8%	39,6%	1,9%
Società non quotate in Borsa	13,5%	22,7%	21,3%	40,6%	1,9%
Emissioni uguali o sotto 50 milioni EUR	14,3%	21,4%	23,4%	39,2%	1,8%
Emissioni sopra 50 milioni EUR	15,9%	24,6%	8,7%	47,8%	2,9%
Società non finanziarie	12,2%	20,8%	22,4%	42,6%	2,1%
Società finanziarie	38,1%	33,3%	9,5%	19,0%	-
Mini-bond con scadenza < a 5 anni	19,3%	22,8%	14,9%	42,1%	0,9%
Mini-bond con scadenza = o > 5 anni	10,0%	20,9%	27,2%	38,9%	2,9%

La presenza della sola opzione *call* è più comune fra le società finanziarie e per le grandi emissioni. La sola opzione *put* è invece relativamente più frequente per le emissioni a lunga scadenza e per le grandi imprese. La presenza di entrambe le opzioni è molto frequente per le PMI e le emissioni di dimensione maggiore.

Altra tecnica per offrire una protezione agli investitori è quella di prestare una garanzia rispetto ad un'eventuale insolvenza. A parità di tutto il resto, la presenza di una garanzia su cui rivalersi, totale o parziale, può ridurre il costo del capitale per l'impresa emittente. In tal caso il mini-bond si qualifica come 'secured', mentre in caso contrario si tratta di un titolo 'unsecured'.

Nel campione delle 467 emissioni di mini-bond, come mostra la Figura 3.20, la presenza di una garanzia è piuttosto rara (compare solo in 120 casi, pari al 26%). In genere si tratta di ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente, fidejussioni fornite da soggetti terzi, privilegi sul magazzino o sulle scorte (fra cui anche bottiglie di vino e formaggi!). Nelle emissioni del 2017 (si veda il grafico nella parte destra della Figura 3.20) si è riscontrato un valore stabile rispetto alla media del passato (26%, corrispondenti a 44 emissioni sulle 170 totali).

Figura 3.20
Presenza di garanzie relative al rimborso. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni)



La garanzia compare più frequentemente per le emissioni di grandi imprese e per le scadenze di lungo termine. Il risultato è coerente con le ipotesi avanzate dal nostro Osservatorio nei Report precedenti. Probabilmente le PMI trovano eccessivamente gravoso costituire una garanzia a servizio degli investitori, e potrebbero anche non disporre di adeguate competenze in tema. Le grandi imprese, e quelle già quotate in Borsa, che tendono - come visto - a fare collocamenti di medio-lungo termine, sono più disposte ad accettare una richiesta di questo tipo, anche per ridurre ulteriormente il costo del capitale rispetto a emissioni *unsecured*.

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

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

I *covenant* finanziari sono dei vincoli, esplicitati 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, il cosiddetto *coverage ratio*), i quali dovranno sempre mantenersi sopra o sotto una certa soglia. Altri esempi di *covenant* di natura non finanziaria sono la conservazione della struttura proprietaria dell'azienda, l'impossibilità, sotto alcune condizioni, di distribuire dividendi piuttosto che di fare delle acquisizioni, o decidere altre operazioni di finanza straordinaria (come fusioni o scissioni).

Il mancato rispetto dei *covenant* potrebbe far scattare un automatico diritto al rimborso anticipato dei creditori, oltre a eventuali penali, in funzione di quanto stabilito nel Regolamento del prestito. Va da sé che per essere efficace un *covenant* deve essere riferito a dati oggettivi, misurabili e non manipolabili, evitando ogni possibile contestazione.

La Figura 3.21 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è abbastanza frequente: compare infatti in 236 casi (pari al 51% del campione). Si riscontra una probabilità più alta per le emissioni sotto € 50 milioni e per quelle con scadenza nel lungo termine.

Anche la presenza dei *covenant* è del tutto stabile nel 2017 rispetto al passato, come si osserva dai dati degli ultimi 12 mesi.

Coerentemente con le ipotesi avanzate nei Report precedenti, si può pensare che per collocamenti di piccola dimensione il ricorso ai *covenant* finanziari sia preferito rispetto



Maurizio Esentato
(Classis SIM)

“I mini-bond rappresentano oggi una seria opzione per diversificare le fonti finanziarie sui mercati regolamentati. Occorrono tuttavia una emancipazione nella comunicazione trasparente agli stakeholders, una struttura organizzativa manageriale almeno avviata, un piano di sviluppo di medio termine ed il ricorso ad advisor capaci di interagire con la platea diversificata degli investitori, in grado di valutare oggettivamente il rischio di credito ed enfatizzare la natura strategica dell'operazione”

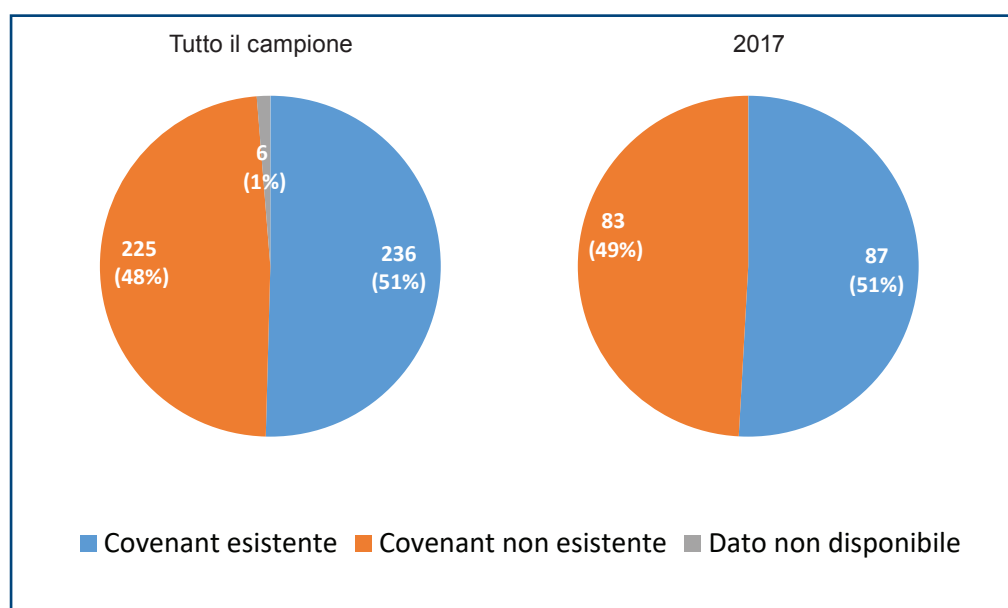
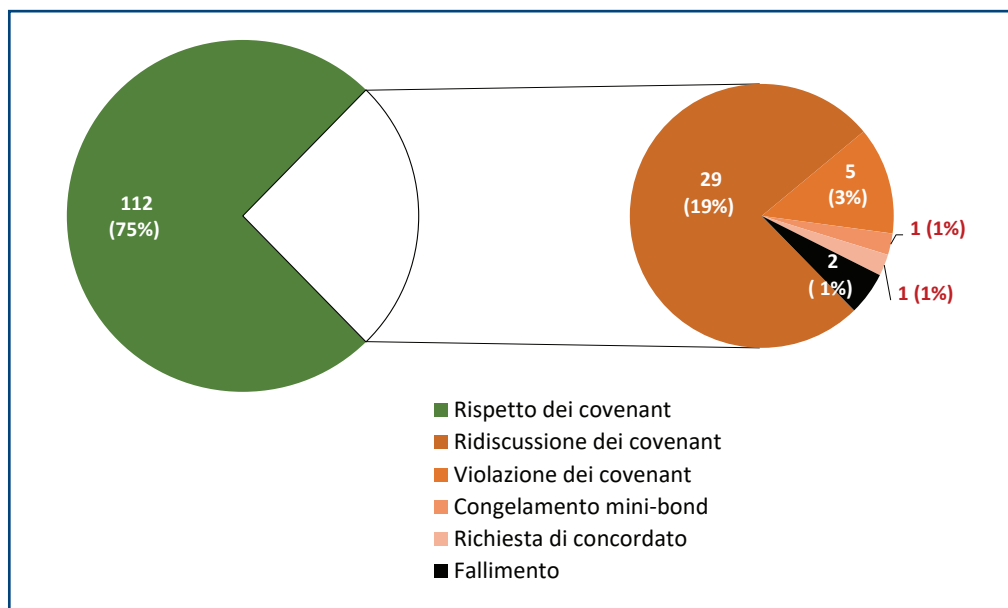


Figura 3.21

Presenza di *covenant* finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 467 emissioni di mini-bond e il campione del 2017 (170 emissioni)

Figura 3.22
Casi di ridiscussione dei *covenant* e di altri eventi 'traumatici' per le emissioni di mini-bond. Campione: 149 emissioni fino al 31/12/2016 che prevedevano *covenant*



alle garanzie, per il minore costo di incidenza, così come nel lungo termine la necessità per i creditori di tutelarsi sia più rivelante.

Un'ulteriore analisi inedita proposta quest'anno mira ad approfondire il fenomeno, già da noi evidenziato l'anno scorso, dei casi di ridiscussione 'preventiva' dei *covenant*. In altre parole, andiamo a osservare se i *covenant* hanno creato problemi all'emittente, oppure se sono stati rispettati senza modifiche.

L'analisi si concentra sulle 149 emissioni avvenute tra il 2012 e il 2016, considerando che dai nostri dati risulta che il tempo medio che intercorre tra il collocamento dell'obbligazione e un'eventuale ridiscussione dei termini contrattuali è di circa 21 mesi.

La Figura 3.22 fotografa la situazione al 31 dicembre 2017 e documenta che il 25,5% delle emissioni (38 casi) ha mostrato problematicità documentate da atti ufficiali. I casi riscontrati possono essere classificati in cinque tipologie:

- ridiscussione dei *covenant* (29 casi); l'emittente convoca gli investitori per richiedere una rinegoziazione dei termini del contratto relativo al mini-bond. Questa categoria include ridiscussioni di *target* finanziari, *maturity*, tassi cedolari, ecc.
- violazione dei *covenant* (5 casi); l'azienda non ha rispettato i *covenant* previsti nel contratto di emissione, non adempiendo agli obblighi prefissati verso gli investitori;
- congelamento del mini-bond (1 caso); l'emittente congela il titolo, bloccando il pagamento delle cedole;
- richiesta di concordato (1 caso); l'azienda richiede il concordato preventivo per evitare il fallimento dell'attività. Ciò implica un temporanea sospensione dei pagamenti cedolari dell'obbligazione;
- fallimento (2 casi): l'azienda emittente è dichiarata fallita prima del rimborso dell'obbligazione.

Un'analisi di dettaglio ha consentito poi di discriminare ulteriormente le motivazioni della modifica dei *covenant*, a volte prevalentemente di natura tecnica. I 29 casi citati possono essere così disaggregati:

- modifiche formali (16 casi); si tratta di modifiche tecniche, che non hanno rilevanza sulla redditività finanziaria del titolo e non dipendono da un peggioramento della situazione economico-patrimoniale della società (si tratta ad esempio di mutamenti di ragione sociale o di Statuto dell'azienda, oppure operazioni di fusioni e acquisizioni);
- modifiche alle regole di trasferibilità del titolo (1 caso);
- estensione dei termini della garanzia offerta agli investitori (1 caso);
- modifiche alla scadenza del prestito (8 casi); l'impresa ha chiesto di anticipare (in cinque casi) o di posticipare (in tre casi) il rimborso del prestito, senza che ne fosse prevista inizialmente la facoltà; in tal caso la modifica ha chiaramente effetti finanziari per

gli investitori, i quali dovranno scontare un costo opportunità maggiore nel caso di un posticipo (o affrontare il tema del reinvestimento nel caso opposto);

- richieste di modifiche dei parametri finanziari del prestito (3 casi); si tratta dell'evenienza più interessante; tale procedura viene tipicamente adottata dall'azienda quando la probabilità di una futura violazione dei *covenant* diventa rilevante, sulla base dei risultati preliminari di bilancio (ed infatti la convocazione avviene spesso in dicembre); le proposte di modifica possono riguardare indici contabili meno severi, oppure la ridiscussione della modalità di remunerazione del prestito.

Si osserva dunque che la violazione dei *covenant* nei mini-bond, o comunque la modifica 'sostanziale' delle regole del gioco, sono un fenomeno raro fino a questo momento; le imprese tendono a prendere misure preliminari opportune per evitare che questo accada, e in genere trovano un accordo con gli investitori. L'invito però è quello di ponderare con attenzione i vincoli e gli impegni che vengono presi al momento dell'emissione, per evitare imbarazzi e costi amministrativi successivi.



4. Gli attori della filiera

In questo capitolo analizziamo come nel 2017 si è evoluta la filiera degli attori presenti sul mercato dei mini-bond.

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

I consulenti finanziari: gli *advisor*

Molto spesso le piccole e medie imprese non dispongono delle competenze specifiche per costruire un mini-bond. Così come avviene per altre operazioni di finanza straordinaria e di collocamento di titoli sul mercato, può essere utile rivolgersi ad un *advisor*, che guidi l'impresa nella scelta di quelle che sono le strategie principali (riferite al *timing* dell'emissione, al controvalore di titoli, alla scadenza, al possibile tasso di interesse da riconoscere) e la affianchi nei rapporti con gli altri soggetti, in particolare per quello che riguarda gli adempimenti normativi e l'eventuale quotazione su un listino borsistico.

Il primo passo sarà sicuramente una valutazione costi-benefici, riferita all'operazione, soprattutto in comparazione con altre possibili fonti di finanziamento e tenendo presente le esigenze dell'impresa e dei suoi azionisti. In questa fase sarà opportuno redigere un Business Plan, che chiarirà gli obiettivi di investimento futuri. Importantissima sarà la verifica, attraverso la costruzione di un rendiconto finanziario prospettico, della sostenibilità finanziaria dell'operazione, confrontando i flussi di cassa a servizio del prestito (sia per il pagamento delle cedole, sia per il rimborso del capitale) con i *cash flow* operativi previsti dal Business Plan.

L'*advisor* supporterà l'impresa anche nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni richieste dagli investitori, dotandosi di un adeguato sistema di controllo interno.

L'intero processo può essere avviato sia dall'impresa (incuriosita o interessata dalle nuove opportunità offerte dai mini-bond) sia dall'*advisor* stesso, interessato a identificare sul mercato imprese 'interessanti' per gli investitori. In questo caso lo strumento tipico sarà l'analisi dei dati di bilancio pubblicamente disponibili, dai quali potranno emergere potenziali clienti candidati osservando il tasso di crescita passato, la marginalità, la dinamica degli investimenti, la struttura finanziaria.

La tempistica dell'operazione di emissione è variabile da caso a caso, ma sulla base dell'esperienza maturata finora si può affermare che un periodo di 3-4 mesi è nella norma.

Tendenzialmente i consulenti esistenti sul mercato sono molti (e lavorano individualmente o in associazione). Senza alcuna pretesa di essere esaustivi, fra i nomi più rappresentativi della 'mappa' del mercato nel 2017 si possono citare: ADB Corporate Advisory, Advance Advisor, Advicapital, Brain SCF, Deloitte Financial Advisory, Eidos Partners, EFG, Finmark Corporate Finance, JCI Capital, Kon, KNG Securities, KT&Partners, Mittel Advisor, Pairstech Capital Management, Prader Bank, Studio Pederzoli&Associati.



Simone Brugnera
(Banca Finint)

“Nella definizione di mini-bond, come recita un nostro slogan, di “mini” c’è solo il nome. I mini-bond, infatti, si caratterizzano per essere operazioni di grande respiro effettuate da aziende solide, che hanno importanti piani di sviluppo e crescita da finanziare, come primo passo anche verso la crescita della cultura finanziaria d’impresa e l’ingresso nel mercato dei capitali”

I consulenti legali

Il ruolo dei consulenti legali è importantissimo e delicato, perchè andranno a verificare il rispetto delle normative in essere, la correttezza delle procedure attuate e l’implementazione dei contratti fra le parti, nonchè del Regolamento del prestito. Soprattutto si tratterà di identificare i modi più efficaci per offrire tutela e garanzia agli investitori, e per ‘mettere al riparo’ l’impresa emittente da ogni ragionevole contestazione.

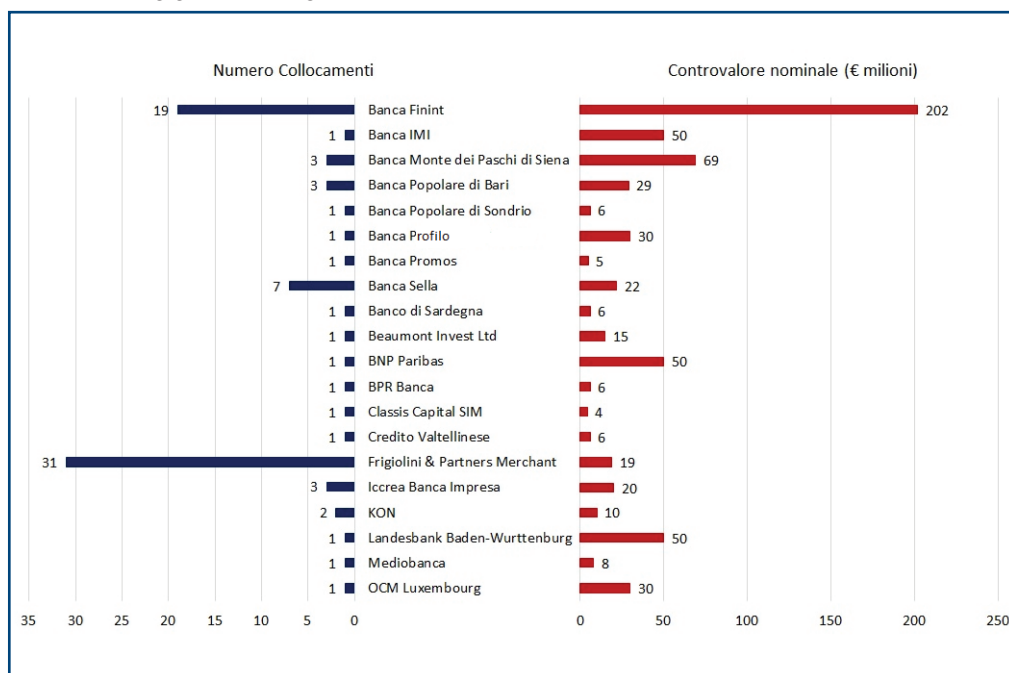
Gli studi legali possono inoltre agire su mandato dell’investitore, che potrebbe essere interessato ad una *due diligence* legale per verificare la situazione dell’impresa emittente. Anche in questo caso, senza alcuna pretesa di essere esaustivi, si possono individuare i *player* più attivi negli ultimi tempi: Orrick (che continua a vantare il *track record* più rilevante), Chiomenti, Galante e associati, Hogan Lovells, Latham&Watkins, NCTM, R&P Legal, Simmons&Simmons, Studio legale Barbieri, Studio legale RCC, Watson Farley & Williams.

Gli arranger

L’arranger è incaricato della vera e propria strutturazione del collocamento, e per conto dell’impresa emittente si interfacerà con il mercato dei potenziali investitori. Si tratta quindi di una figura chiave, benchè i compiti di cui si occupa possono essere abbastanza diversificati. Utilizzando le informazioni prodotte dall’impresa ed elaborate dagli *advisor*, contatterà i potenziali investitori presentando l’opportunità (documentata in un Information Memorandum) e ‘sondando il terreno’ rispetto al gradimento dell’operazione. Grazie a queste informazioni raccolte, l’arranger e l’impresa potranno definire con precisione le caratteristiche del mini-bond, in particolare rispetto all’entità della cedola e alle altre condizioni che impatteranno sulla remunerazione attesa.

La Figura 4.1 descrive le quote di mercato nel 2017 dei diversi *player*, sia per numero di operazioni, sia per controvalore complessivo. La lista è limitata ai soli collocamenti sotto € 50 milioni, quelli di maggiore interesse per l’Osservatorio. Rispetto al numero di operazioni, sul podio troviamo Frigiolini & Partners Merchant con 31 operazioni, Banca Finint con 19 operazioni e (in salita) Banca Sella con 5 collocamenti. Banca Finint, con oltre € 200 milioni, si conferma anche quest’anno prima se guardiamo al controvalore delle operazioni, seguita a distanza da Banca MPS Mediobanca (€ 69 milioni); al terzo posto troviamo il gruppo composto da Banca IMI, BNP Paribas e Landesbank Baden Württemberg grazie a singole operazioni da € 50 milioni.

Figura 4.1
Gli arranger più attivi sul mercato dei mini-bond nel 2017, per i collocamenti fino a EUR 50 milioni



Sulle operazioni di importo superiore a € 50 milioni troviamo come *arranger* principalmente le grandi banche d'affari internazionali come BNP Paribas, Credit Suisse, Credit Agricole, Natixis, Deutsche Bank, Goldman Sachs ma anche intermediari italiani come Banca Akros, Unicredit e BancaIMI.

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 certo numero di imprese emittenti ha comunque deciso di percorrere questa strada, per dare al mercato un ulteriore segnale informativo. I fondi di *private debt* richiedono spesso un *rating* indipendente prima di perfezionare l'investimento, oppure sono essi stessi a implementare delle procedure di *rating* interne. Nell'Unione Europea, possono emettere un *rating* solo le agenzie riconosciute e registrate dall'ESMA (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea di supervisione sul settore. Il Regolamento Europeo CE n. 1060/2009 ha definito il contesto normativo nel quale operano le agenzie di *rating*, con lo scopo di escludere i conflitti di interesse, di assicurare un'elevata qualità del servizio e di garantire trasparenza.

Nel caso delle grandi emissioni, le tre agenzie più blasonate a livello internazionale sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Nel caso dei mini-bond esistono operatori più specializzati a livello nazionale.

Può accadere che una singola emissione riceva un giudizio di *rating* anche se non desiderato dall'azienda (ad esempio perchè viene richiesto da un investitore): in questo caso si parla di *rating unsolicited*. I giudizi di *rating* possono essere comunicati al pubblico, oppure rimanere patrimonio informativo 'privato' (*undisclosed*).

Il mercato italiano dei mini-bond anche nel 2017 continua ad essere dominato da due agenzie: Cerved Rating Agency (con 32 valutazioni di *rating* emesse per la prima volta nell'anno, di cui 17 'private' richieste da investitori istituzionali o dall'impresa stessa) e Crif Ratings (con una nuova copertura 'pubblica' nel 2017). Oltre alle nuove coperture le due agenzie mantengono costantemente sotto osservazione le imprese, per aggiornare eventualmente le proprie valutazioni date in passato. Va segnalato l'ingresso nel mercato di un terzo operatore italiano, Modefinance, con un *rating* 'privato' emesso su un mini-bond che sarà collocato nel 2018.

Le 'big three' estere citate nelle righe precedenti intervengono nel *rating* praticamente solo nelle emissioni da € 70 milioni in su (12 casi nel nostro campione del 2017, con una sola eccezione in più per un collocamento da € 50 milioni).

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. Peraltra la normativa, almeno per le Società per Azioni, non impedisce che siano anche persone fisiche a investire nei mini-bond (si vedano gli articoli 2410-2420 del Codice Civile). Per quanto riguarda invece le Società a responsabilità limitata (si veda l'articolo 2483 del Codice Civile) l'investimento è riservato solo agli investitori 'vigilati' i quali risponderanno in solido dell'obbligazione se essa dovesse essere poi ceduta ad altri tipi di investitori.

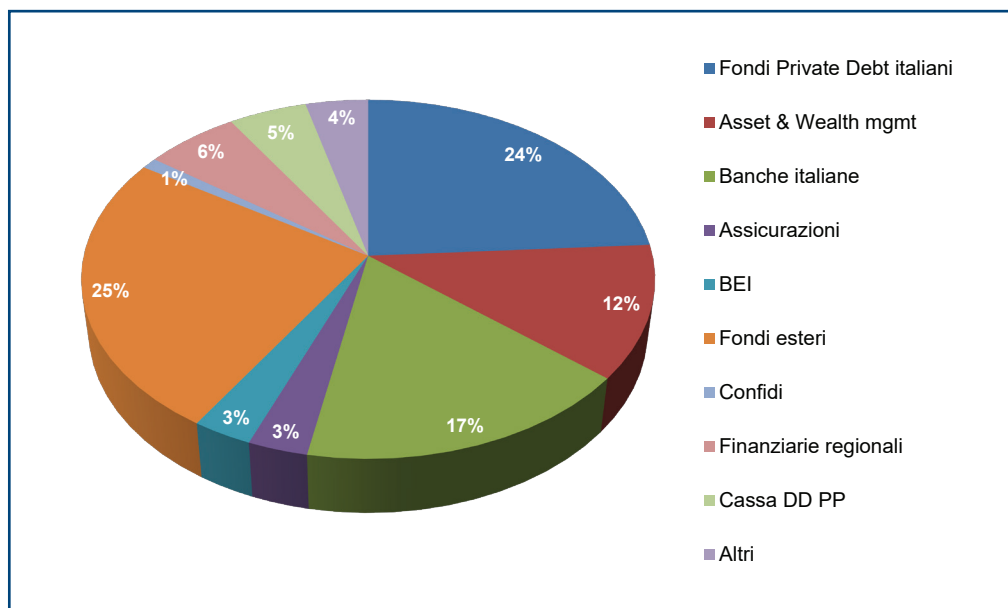
I sottoscrittori tipici delle emissioni di mini-bond sono quindi gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi aperti e chiusi, fondi alternativi, fondi pensione), banche, assicurazioni, SIM, casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni. La Figura 4.2 riporta i dati raccolti nel 2017 da fonti pubblicamente disponibili e da quelle fornite gentilmente dai protagonisti del mercato, con una copertura complessiva del controvalore collocato pari all'85%. I fondi chiusi di *private debt* italiani perdono la *leadership* con una quota del 24%, in riduzione rispetto all'anno scorso. Risulta quasi azzerato il contributo delle assicurazioni (3%), per il motivo che nel 2017 hanno investito



Alessandro Accrocca (Orrick)

"La realtà della finanza di impresa in Italia, soprattutto per le PMI, contempla ormai in modo sempre più presente il ricorso allo strumento dei mini-bond. Assistiamo ad emissioni con durata "short", collegate a finanziamenti di progetti "green", configurate come operazioni di sistema e finanche accompagnate da variegate forme di garanzia. Il mini-bond mostra vitalità e capacità di aderire alle varie necessità operative degli emittenti e agli appetiti del mercato"

Figura 4.2
La 'mappa' degli investitori nei mini-bond nel 2017 (emissioni sotto 50 milioni EUR): copertura del campione 85%



quasi esclusivamente in emissioni sopra € 50 milioni. Sono stabili invece i soggetti tradizionali del *wealth management*, ovvero SGR e SIM italiane che gestiscono fondi aperti e patrimoni individuali con il 12% del mercato, e la Banca Europea degli Investimenti (BEI) che è intervenuta quale sottoscrittore ultimo nell'operazione di cartolarizzazione ELITE Basket Bond (si veda il Box 2.2 a pagina 35).

Gli investitori esteri (ovvero fondi e gestori che hanno sede fuori dall'Italia) anche nel 2017 portano un contributo non trascurabile e si posizionano in vetta alla classifica, con il 25% del totale, soprattutto grazie alle emissioni più vicine alla soglia di € 50 milioni. La novità del 2017 è l'attivismo delle finanziarie regionali (si veda il Box 4.1) che entrano nella classifica con una quota di mercato del 6% e della Cassa Depositi e Prestiti (5%), che ha investito direttamente in alcune operazioni. Se poi si considera che SACE, controllata della Cassa, ha finanziato e contribuito a garantire gli investimenti del Fondo Sviluppo Export (fondo di *private debt* gestito da Amundi SGR, si veda la Tabella 4.1) tale ruolo risulta ancora più significativo, e sembra avere eroso il contributo dei fondi di *private debt*. Emerge inoltre un piccolo contributo dei consorzi fidi locali, con una quota dell'1%. Ancora molto ridotta è la partecipazione di altri investitori italiani, quali i fondi pensione e le casse previdenziali, sebbene gli operatori avessero segnalato un anno fa un certo interesse in prospettiva.



Stefano Bondioli
 (BNP Paribas
 Securities Services)

“La normativa sui PIR rappresenta un ulteriore possibile supporto allo strumento vista la ricerca continua di rendimento da parte di investitori istituzionali, anche attraverso la sottoscrizione di quote di fondi di private debt che investano in minibond”

Le banche agenti e le banche depositarie

Nella filiera dei mini-bond troviamo anche soggetti che svolgono un ruolo di assistenza in tutta la serie di adempimenti tecnici e normativi durante e dopo l'emissione, sia verso l'emittente, sia verso gli investitori.

Nel primo ambito, si tratta di tutte le pratiche di dematerializzazione dei titoli (avendo come controparte Monte Titoli) e di attribuzione del codice ISIN (in tal caso la controparte è Banca d'Italia). Parliamo di processi abbastanza standardizzati, ma che le PMI spesso tendono ad affidare in *outsourcing* ad esterni specializzati al fine di minimizzare costi e *time to market*, il più delle volte appartenenti a gruppi bancari. I *player* con la maggiore quota di mercato sui mini-bond italiani continuano ad essere BNP Paribas Securities Services, Deutsche Bank, Bank of New York Mellon, cui si è affiancata negli ultimi tempi l'italiana Securitisation Services, appartenente a Gruppo Banca Finint. Nelle emissioni più piccole si distingue la Banca di Credito Cooperativo di Cherasco. Sempre nei confronti dell'emittente, un altro ruolo importante è quello della 'banca pagatrice', che consiste nel generare gli accrediti al servizio di cedole e capitale a favore degli investitori, interfacciandosi con Monte Titoli. Questo ruolo è tipicamente svolto dallo stesso soggetto, se bancario, che cura le attività prima menzionate.

Anche nel 2017 diverse finanziarie regionali hanno implementato strategie specifiche per promuovere i mini-bond come strumento alternativo di finanziamento per le PMI; alcune di esse hanno destinato risorse direttamente alla sottoscrizione dei titoli, come evidenzia la Figura 4.2. Veneto Sviluppo attraverso FVS SGR ha istituito il 'Fondo Veneto Minibond' con una dotazione iniziale di € 24 milioni, versati dalla finanziaria regionale e da banche cooperative locali. Si tratta di un fondo chiuso, della durata di 10 anni, destinato a sottoscrivere titoli di debito (fino al 50% del collocamento) emessi da piccole e medie imprese che hanno fatturato annuo consolidato compreso tra € 2,5 milioni e € 100 milioni e sede legale o attività operativa in Veneto. Ad oggi, le operazioni realizzate dal fondo sono state 6, per un investimento di € 6,7 milioni. I primi tre investimenti sono stati nei mini-bond di United Brands Company SpA, Antonio Zamperla SpA e Piave Servizi Srl. Gli altri sono stati deliberati nel mese di dicembre 2017 e sono in fase di realizzazione.

In Lombardia prosegue il 'Progetto Minibond' di Finlombarda con la concessione di un *voucher* a fondo perduto di massimo € 30.000 a coprire i costi dell'emissione e un *commitment* nell'investimento diretto fino al 40% dell'emissione, sotto determinate condizioni. Nel febbraio 2017 sono stati investiti € 1,68 milioni nel mini-bond di Fonderia Casati SpA.

In Trentino-Alto Adige le province autonome sono state fra le prime in Italia a promuovere i mini-bond supportando ben due fondi: Euregio Minibond e Fondo Strategico Trentino-Alto Adige. La finanziaria Gepafin, società mista controllata dalla Regione Umbria e partecipata dalle banche operanti sul territorio, ha ottenuto nel 2017 l'autorizzazione da Banca d'Italia a svolgere attività diretta di concessione di finanziamenti, anche tramite mini-bond. Gepafin peraltro detiene una quota in SICI Sviluppo Imprese Centro Italia SGR, gestore di un fondo di *private debt* che nel 2017 ha investito nelle emissioni di Silam e Pertici Industries (si veda la Tabella 4.1).

In Sardegna SFIRS ha lanciato il progetto 'Sheep Cheese Bond' con una dotazione di € 3 milioni per sostenere la filiera locale della produzione del pecorino tramite la cartolarizzazione di mini-bond di durata biennale. Il *partner* individuato per l'operazione è EFG Bank (ex BSI).

Non va poi dimenticato in tutto il territorio nazionale il ruolo dei Confidi locali, che in alcuni casi hanno garantito parte delle emissioni.

Anche le Camere di Commercio continuano a diffondere informazione sul territorio e sensibilizzare le PMI sulle opportunità dei mini-bond attraverso convegni e incontri B2B, con il supporto operativo del Consorzio Camerale Credito e Finanza.

Nei confronti invece degli investitori, le banche depositarie svolgono un ruolo importante nella filiera dei mini-bond relativo alla custodia dei titoli, nel momento in cui dovessero essere dematerializzati (strada obbligata se i mini-bond saranno quotati su un mercato borsistico). Anche nel 2017 gli attori più rappresentativi nel mondo dei mini-bond italiani continuano ad essere BNP Paribas Securities Services, SGSS e State Street.

Portali dedicati ai mini-bond

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

BeBeez.it

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

MinibondItaly.it

Il progetto MinibondItaly, ufficialmente presente sul *web* da ottobre 2014, nasce con l'obiettivo di creare un portale in grado di fornire informazioni sul mondo dei mini-bond

Box 4.1

Le finanziarie regionali e i mini-bond



**Gianmarco Russo
(Veneto Sviluppo)**

"I Veneto Minibond dimostrano di essere un modello vincente; sempre più rappresenteranno uno strumento efficace per permettere alle aziende locali di reperire capitali per investire, posizionarsi al meglio nel proprio settore di riferimento e crescere per linee interne e per linee esterne"



Alberto Lampertico
(Riello Investimenti Partners SGR)

“I mini-bond sono particolarmente adatti per le PMI con esigenze di finanza straordinaria per lo sviluppo dei mercati. In tal senso l’operatività di un fondo di private debt è complementare e sinergica con quella delle banche commerciali”

in Italia e creare una piattaforma di confronto per tutti gli operatori del settore, che possa costituire un aggregatore di notizie, eventi e riflessioni su questi nuovi strumenti finanziari. Il sito è aggiornato quotidianamente sulle emissioni in corso; inoltre propone riflessioni, articoli, approfondimenti e documenti specifici sull’argomento.

Vengono segnalati gli eventi sul territorio dedicati ai mini-bond: *workshop*, convegni, seminari, corsi di formazione. Ogni giovedì il portale diffonde una *newsletter* con le informazioni di maggiore rilievo della settimana appena trascorsa.

Nel novembre 2014 è stato lanciato il ‘Barometro Minibond’, un documento periodico, disponibile sia in italiano che in inglese e scaricabile gratuitamente (in tutti i suoi aggiornamenti) che riporta dati e statistiche sull’evoluzione del mercato, oggi gestito congiuntamente con EPIC SIM. Da fine 2016 il portale è stato integrato con la sezione ‘Influencer’ che, con cadenza periodica, riporta un elenco dei principali professionisti (per visibilità sul *web*) attivi nel mondo del mini-bond.

Il progetto è stato pensato e sviluppato dalla società di consulenza direzionale e *advisory* finanziaria Business Support SpA e dal suo *managing director*, Andrea Silvello.

I fondi di investimento specializzati nei mini-bond

Nelle pagine precedenti si è evidenziato che la tipologia degli investitori che sottoscrivono i mini-bond sul mercato primario (e tendenzialmente potrebbero comprare anche sul mercato secondario, ad esempio su ExtraMOT PRO) è abbastanza variegata. Molti di essi però considerano questi titoli come un’opportunità di diversificazione del rischio e degli impieghi, offrendo magari un premio di remunerazione rispetto ad *asset* ben più liquidi quali le obbligazioni emesse dalle grandi imprese e i *sovereign bond*. Vale la pena quindi focalizzare sugli investitori che sono invece specializzati nell’investimento in mini-bond. Come evidenzia la Figura 4.3, essi si posizionano in un ambito peculiare rispetto alle altre *asset class* disponibili. Da un lato condividono logiche di investimento di tipo *buy-and-hold*, simile a quelli dei fondi di *private equity* (e non a caso il modello utilizzato è quello dei fondi chiusi, che permettono di disporre del capitale nel lungo termine); dall’altro, trattandosi di titoli di credito, essi prestano attenzione non tanto alla possibilità di *upside* del rendimento quanto alla minimizzazione del rischio di insolvenza.

I fondi di investimento specializzati nei mini-bond sono veicoli di investimento (di diritto italiano o estero) che allocano le proprie risorse prevalentemente o esclusivamente in titoli di debito. Essi raccolgono una serie di *commitment* da parte di possibili investitori quali possono essere gruppi bancari, fondi di fondi, società assicurative, fondazioni. Il capitale raccolto verrà investito in titoli obbligazionari secondo regole prefissate, relative alla tipologia dei titoli stessi, alla scadenza, al settore di *business* del loro emittente,

Figura 4.3

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

		Logica di investimento	
		Buy-and-hold	Trading
Tipologia di investimento mobiliare	Equity	Private equity e venture capital	Fondi aperti azionari
	Debito	Fondi chiusi di mini-bond	Fondi aperti obbligazionari

al merito creditizio. Il processo di selezione avviene a cura di un *team* di gestione, che studia accuratamente tutti gli aspetti legati a rischio e rendimento atteso. La decisione di investimento viene presa dal fondo, attraverso regole ben codificate, e tipicamente avendo consultato anche i rappresentanti degli investitori. Il fondo può chiedere garanzie all'impresa emittente, e può stipulare accordi relativi alla *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell'investimento. Nel tempo, la remunerazione ottenuta dal fondo sarà poi ridistribuita agli investitori, al netto delle commissioni caricate dal gestore.

È opportuno sottolineare che alcuni di questi fondi non investono solo in mini-bond, ma finanziano le imprese anche attraverso il credito diretto (*direct lending*) mettendosi in concorrenza diretta con gli intermediari bancari; per tale motivo si è ormai consolidata la prassi di riferirsi in generale al mondo dei fondi di *private debt* considerando l'operatività sia sul mercato mobiliare sia su quello del credito. Secondo le ultime statistiche diffuse a febbraio 2018, AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (si veda il Box 4.3) ha censito 24 operatori, di cui un terzo stranieri, i quali hanno investito nel 2017 € 641 milioni attraverso 102 operazioni in 82 aziende.

La Tabella 4.1 descrive i principali investimenti sottoscritti nel 2017 dai fondi chiusi di *private debt* nei mini-bond del nostro campione.

Fondo	Investimenti effettuati nei mini-bond del campione	Società di gestione o veicolo
Antares AZ I	Corvallis Holding, I.CO.P., Limacorporate, Savio Macchine Tessili, Renco Group, Isoclina ¹	Azimut Libera Impresa SGR
Anthilia BIT Bond Impresa e Territorio / Anthilia BIT Parallel Fund	Renco Group, Prima Sole Components Yachtline Arredomare 1618, AMA, Exprivia, De Matteis Agroalimentare, Velier, Autotorino	Anthilia Capital Partners SGR
Equita Private Debt Fund	K-Flex ¹	Equita Private Debt Fund SICAV-FIS (Equita SIM e Lemanik Asset Management)
Euregio Mini-Bond	GPI, Hotel Adler	PensPlan Invest SGR
Fondo Impresa Italia	Energon Esco, Citieffe, Omniafibre, SafCo Engineering	Riello Investimenti Partners SGR
Fondo Rilancio e Sviluppo	Silam, Pertici Industries	Sviluppo Imprese Centro Italia (SICI) SGR
Fondo per le Imprese 2.0	Werther International, Exprivia	Mediobanca SGR
Fondo Strategico Trentino-Alto Adige	Lefay Resorts, Scherer, Alois Lageder, Hotel Textil, Sata, The Outplay Italy, GPI, Heliopolis Energia, Gruber Invest, Eurobrico, Paganella 2001, Unionbau, Energy.Dis	Finint Investments SGR
Fondo Sviluppo Export	F.Ili De Cecco, Granarolo, Proma, Coswell, Piaggio	Amundi SGR
Fondo Veneto Minibond	Piave Servizi, Florian, Boni, Antonio Zamperla	FVS SGR (Veneto Sviluppo)
HI Crescitalia PMI Fund	Energa Group, Calia Trade, HDI Holding Dolciaria Italiana	Hedge Invest SGR
Pioneer Progetto Italia	Clabo Group ²	Amundi SGR
Progetto Minibond Italia	Fratelli Damiano ³ , Irritec ³ , L. Molteni & Co dei F.Ili Alitti ³ , MEP ³ , Objectiveway Group ³ , Officine Metallurgiche G. Cornaglia ³ , Peuterey ³ , Radio Dimensione Suono ³ , Svas Biosana ³ , Tecnocap ³ , Corvallis Holding, Centrale del Latte D'Italia, Renco Group, Gida, Renovo, Prima Sole Components	Zenit SGR
Quadrivio Private Debt	Bravoeco Due (Corpo Vigili Giurati) ⁴	Quadrivio SGR
Tenax Italian Credit Fund / Italian Credit Fund I	Bravoeco Due (Corpo Vigili Giurati) ⁴ , Industrie Polieco, Cestaro Fonderie, TMCI Padovan, Eagles Oak (Comer Industries) ⁵ , Danisi Engineering	Tenax Capital Ltd

Tabella 4.1

Gli investimenti dei fondi italiani di *private debt* effettuati nel 2017 nei mini-bond del campione

¹ Investimento effettuato sul mercato secondario

² Riapertura di un collocamento registrato nel 2016

³ Investimento indiretto tramite ELITE Basket Bond (si veda il Box 2.2 a pagina 35)

⁴ Titolo non compreso nel nostro campione in quanto emesso da società veicolo al fine di condurre un'acquisizione

⁵ Titolo non compreso nel nostro campione in quanto avvenuto con emissione fisica dei certificati

Come avevamo sottolineato nei Report precedenti, un forte *driver* dell'arrivo sul mercato italiano dei fondi di *private debt* è stato nel 2014 la decisione di Fondo Italiano d'Investimento SGR di istituire un fondo di fondi specifico con la missione di investire (nella misura massima del 50%) in fondi o altri veicoli le cui politiche di investimento siano focalizzate su strumenti finanziari di debito emessi da 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. Ad oggi il fondo risulta avere investito nelle iniziative di *private debt* promosse da 9 gestori, più un decimo in corso di completamento. L'ammontare complessivamente impegnato è pari a € 325 milioni, rispetto ai € 400 milioni complessivi del fondo, che sono stati apportati da investitori istituzionali quali Cassa Depositi e Prestiti ed altri investitori privati tra cui banche, assicurazioni, fondi pensione e cassa previdenziali. Al 31 dicembre 2017 i fondi investiti dal Fondo di Fondi di Private Debt gestito da Fondo Italiano d'Investimento hanno finalizzato un totale di 80 operazioni in 60 società, con un investimento medio di circa €6,5 milioni; 12 strumenti sono già stati rimborsati anticipatamente. In termini di finalità dei finanziamenti, gli strumenti sottoscritti dai fondi sono serviti prevalentemente per finanziare progetti di crescita interna ed esterna ovvero per riorganizzare l'azionariato e solo in misura estremamente limitata per effettuare operazioni di rifinanziamento.

Box 4.2

Il Fondo Centrale di Garanzia interviene a supporto dei mini-bond

Il Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese (FG) è stato istituito dalla Legge 662/1996 e sostiene l'accesso al credito a favore delle PMI attraverso risorse pubbliche, statali ed europee. Si tratta di un'opportunità interessante, che merita di essere meglio conosciuta, offerta a tutte le imprese di ogni settore economico.

La gestione del FG è affidata ad un raggruppamento temporaneo di imprese, che vede come soggetto mandatario Banca del Mezzogiorno - MedioCredito Centrale e come mandanti MPS Capital Services, Mediocredito Italiano, Nexi (ex ICBPI) e Artigiancassa.

Il FG può erogare garanzie dirette a banche e intermediari finanziari, oppure contro-garantire quelle erogate dai Confidi sul territorio. Per accedere al beneficio i beneficiari finali devono dunque rivolgersi direttamente agli intermediari di loro fiducia. Nel 2017 il FG ha accolto quasi 120.000 domande, relative a finanziamenti per € 17,5 miliardi (importo garantito pari ad € 12,3 miliardi).

Rispetto all'ambito dei mini-bond, il FG ha assistito 4 emissioni di cambiali finanziarie (importo della garanzia € 450.000 sul totale di € 750.000); in questo caso la copertura massima ammissibile è pari al 60% dell'esposizione per capitale e interessi, contrattuali e di mora, dei soggetti richiedenti nei confronti dei soggetti beneficiari finali, nei limiti dell'importo massimo garantito che è pari a € 1,5 milioni.

Sulle altre obbligazioni, esiste una disciplina specifica (si veda il D.M. 5 giugno 2014, in attuazione del Decreto Legge 'Destinazione Italia') che stabilisce i requisiti e le caratteristiche, le modalità di concessione della garanzia, i criteri di selezione nonché l'ammontare massimo delle disponibilità finanziarie da destinare. In particolare, la garanzia diretta può essere concessa fino al 50%, ovvero 30% in caso di *bullet* mini-bond, dell'ammontare dell'esposizione, nei limiti dell'importo massimo garantito che è pari a € 1,5 milioni. È prevista anche l'operatività su portafogli di mini-bond, nonché la possibilità di ottenere la garanzia anche da fondi che investono in mini-bond. In questo ambito, il FG ha deliberato 24 operazioni, garantendo € 22,7 milioni su € 44,1 milioni totali.

La riforma del FG, prevista dal decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze del 6 marzo 2017, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 57 del 7 luglio 2017, apporterà modifiche rilevanti anche per gli interventi sui mini-bond.

La copertura del FG varierà in funzione della probabilità di *default* e della classe di merito del soggetto beneficiario finale (con una maggior copertura per i soggetti beneficiari finali più 'rischiosi'), determinate attraverso il nuovo modello di valutazione del Fondo e, in particolare:

- per le cambiali finanziarie varierà tra il 30% e il 60%;
- per le altre obbligazioni varierà tra il 50% e l'80%;
- per le operazioni *bullet* sarà sempre pari al 30%.

L'importo massimo garantito sarà aumentato a € 2,5 milioni.

AIFI è l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. Oltre a rappresentare i propri associati a livello istituzionale ed essere un punto di riferimento per le principali analisi e ricerche sul mercato del *private capital*, svolge un importante ruolo di diffusione culturale in materia di mercati finanziari.

Sin dal 2013 AIFI ha seguito e collaborato attivamente, con il Ministero dello Sviluppo Economico *in primis*, alla diffusione del *private debt* in Italia. Nel 2014 il Consiglio Direttivo dell'Associazione ha deliberato l'adesione in AIFI dei primi fondi di *private debt* operanti sulle imprese italiane e, ad oggi, la Commissione *private debt* è composta da 19 operatori.

Le statistiche ufficiali presentate semestralmente mostrano un mercato in espansione con offerta diversificata di strumenti di debito. Al fine di consentire una miglior comprensione del segmento, AIFI ha pubblicato nel 2016 la prima 'Guida pratica ai fondi di *private debt*', consultabile nella sezione Pubblicazioni – Guide al link: www.aifi.it

Box 4.3

AIFI e il mercato del *private debt*

Vale la pena ricordare che i fondi di *private debt* possono chiedere il supporto pubblico del Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese, per tutelarsi da eventuali insolvenze nei loro portafogli (si veda il Box 4.2).

La novità del 2017 è che i primi fondi partiti nella fase di nascita del mercato dei mini-bond hanno chiuso e completato gli investimenti e stanno già cominciando il rimborso delle quote sottoscritte. Si tratta in particolare del 'Fondo per le Imprese' di Mediobanca SGR (ex Duemme SGR) e del fondo 'Minibond PMI Italia' di Finint Investments SGR. Il primo ha investito € 104 milioni in 16 emissioni. Il secondo ha effettuato 17 operazioni di investimento per un controvalore complessivo pari a € 64,1 milioni.

Stanno ora partendo le seconde edizioni. Mediobanca SGR ha lanciato il 'Fondo per le Imprese 2.0' con il *closing* definitivo a € 105 milioni, avvenuto in ottobre, e i primi investimenti già finalizzati (si veda la Tabella 4.1). Anche Finint Investments SGR si ripropone con il fondo PMI Italia II.

Non sono mancati nel 2017 i nuovi *round* di *closing* per i fondi già esistenti: Hedge Invest SGR ha incassato l'appoggio del Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) grazie al quale il fondo HI CrescItalia PMI Fund raggiungerà la quota di € 64,5 milioni. Antares AZ I ha raggiunto il terzo *closing*, toccando la soglia cumulata di € 100 milioni.

Fra le nuove iniziative annunciate, troviamo quella di Springrowth SGR (*target* di raccolta € 500 milioni, da investire sia in mini-bond sia in prestiti diretti) che ha già ottenuto l'appoggio del FEI e della Cassa Depositi e Prestiti.

Il comparto dei fondi specializzati nei mini-bond (e in general nel *private debt*) appare quindi molto vivace. Nuove risorse sono state messe a disposizione nel 2017 e ci sono tutte le premesse affinché anche nel 2018 si possa osservare un buon flusso di investimenti.

5. Le prospettive future

Le previsioni moderatamente ottimistiche lasciate un anno fa dall'Osservatorio si sono avverate. Nel 2017 il mercato ha continuato ad attrarre nuove emittenti e nuove emissioni da emittenti 'seriali'. I mini-bond si sono ritagliati uno spazio nella 'mappa' delle opportunità a disposizione delle imprese, in particolare di piccola e media dimensione. Il dibattito iniziale, focalizzato sulla convenienza economica dello strumento e sulla competizione con il credito bancario, appare ormai accantonato. È chiaro ad oggi che la scelta del mini-bond ha una forte valenza strategica per le emittenti, che oltre al capitale ricercano sia un 'attrezzo ginnico' per allenarsi ad affrontare la relazione con investitori istituzionali esterni (in vista magari di successive e più complesse operazioni quali la quotazione in Borsa o il *private equity*), sia un'opportunità di formazione e di acquisire competenze finanziarie più evolute. Le emittenti continuano a dare una valutazione positiva sullo strumento nell'ambito del sostegno finanziario sia al capitale circolante nel breve termine, sia agli investimenti di lungo termine.

Dal punto di vista degli investitori, la cerchia appare ancora troppo limitata rispetto al potenziale. Diverse sono le categorie che ancora risultano assenti o poco rappresentate, come le assicurazioni (che sembrano focalizzarsi quasi esclusivamente su emissioni sopra € 50 milioni), i fondi pensione e le casse previdenziali. L'opportunità dei PIR sembra avere interessato marginalmente il mondo dei mini-bond e da questo punto di vista è auspicabile una maggiore attenzione allo strumento da parte dei gestori dei fondi aperti. Ciò potrebbe sicuramente dare un contributo alla liquidità sul mercato.

Il 2017 ha rappresentato un anno importante anche per i fondi di *private debt*, perchè comincia a 'chiudersi il cerchio' del ciclo di investimento, con i primi rimborsi agli investitori. Nuovi fondi sono quindi destinati a nascere, anche in sinergia con lo sviluppo del *direct lending*.

Per il 2018, anche tenendo conto del flusso in scadenza di ben 51 titoli, che abbiamo stimato in più di € 2 miliardi, ci attendiamo una crescita del mercato e delle emissioni in linea con il 2017. Sono attese nuove operazioni simili a ELITE Basket Bond, che a nostro avviso hanno un'importante valenza non solo dal punto di vista finanziario (in particolare come chiave di attrazione di investimenti esteri e di risorse dall'Unione Europea) ma anche rispetto al messaggio culturale destinato alle PMI.

Un comparto che sembra avere trovato nei mini-bond uno strumento interessante di raccolta di capitale è quello immobiliare, che nel 2017 ha visto ben 12 emissioni da 8 imprese, con € 304 milioni raccolti. Si tratta di un segnale importante per un settore che esce da una grave crisi e che potrebbe fare da traino per altri operatori.

Appendice

Elenco delle emissioni di mini-bond nel 2017 (sono indicate con un asterisco (*) le emissioni superiori a EUR 50 milioni)

	Società emittente	Mese
1	Q&T S.p.A.	gen-17
2	Danisi Engineering S.r.l.	gen-17
3	Fonderia Casati S.p.A.	gen-17
4	Hightel Towers S.p.A.	gen-17
5	I.CO.P. S.p.A.	gen-17
6	Marcolin S.p.A. (*)	feb-17
7	TMCI Padovan - S.p.A.	feb-17
8	Scatolificio Salernitano S.p.A.	feb-17
9	C.R. S.p.A.	feb-17
10	Prismi S.p.A.	feb-17
11	Autotorino S.p.A.	feb-17
12	Mercedes-Benz Financial Services Italia S.p.A. (1) (*)	feb-17
13	Cestaro Fonderie S.p.A.	feb-17
14	Evoca S.p.A. (N&W Global Vending) (*)	mar-17
15	Agrumaria Reggina S.r.l.	mar-17
16	Quadrifoglio (Alia Servizi Ambientali) S.p.A.	mar-17
17	Corvallis Holding S.p.A.	mar-17
18	Velier S.p.A.	mar-17
19	Granarolo S.p.A. (*)	mar-17
20	Ireos S.p.A.	mar-17
21	F.lli De Cecco Di Filippo - Fara San Martino - S.p.A.	mar-17
22	Pwc Advisory S.p.A.	mar-17
23	Energon Esco S.p.A.	apr-17
24	Osai Automation System S.p.A.	apr-17
25	Scherer S.r.l.	apr-17
26	Werther International S.p.A.	apr-17
27	Aedes SIIQ	apr-17
28	I.CO.P. S.p.A.	mag-17
29	Innovaway S.p.A.	mag-17
30	Rino Mastrotto Group S.p.A.	mag-17
31	Prima Sole Components S.p.A.	mag-17
32	Decomar S.p.A.	mag-17
33	A.C. Milan S.p.A. (prima tranche) (*)	mag-17
34	A.C. Milan S.p.A. (seconda tranche) (*)	mag-17
35	Ansaldo Energia S.p.A. (*)	mag-17
36	Giglio Group S.p.A.	mag-17
37	BH S.r.l.	giu-17
38	Energa Group S.r.l.	giu-17
39	Datacol S.r.l.	giu-17
40	De' Longhi S.p.A. (*)	giu-17
41	Mercedes-Benz Financial Services Italia S.p.A. (4) (*)	giu-17
42	D'Amante S.p.A.	giu-17
43	Alois Lageder S.p.A.	giu-17
44	Piaggio & C. S.p.A.	giu-17
45	Agatos S.p.A.	giu-17
46	Green Bit S.p.A.	giu-17
47	Hotel-Textil S.r.l.	giu-17
48	Manutencoop Facility Management S.p.A. (*)	giu-17
49	Savio Macchine Tessili S.p.A. (*)	giu-17
50	Eurovetrocap S.p.A.	lug-17
51	Kedrion Group S.p.A. (*)	lug-17

	Società emittente	Mese
52	Prismi S.p.A.	lug-17
53	C.M.C. di Ravenna Soc. Coop. (*)	lug-17
54	Building Energy S.p.A. (*)	lug-17
55	Silam S.r.l.	lug-17
56	Solis S.p.A.	lug-17
57	Piave Servizi S.r.l.	lug-17
58	3 M S.r.l. (prima tranche)	lug-17
59	3 M S.r.l. (seconda tranche)	lug-17
60	Ambros Saro S.p.A.	lug-17
61	Safco Engineering S.p.A. (5,94%)	lug-17
62	Safco Engineering S.p.A. (6,35%)	lug-17
63	Coswell S.p.A.	ago-17
64	Yachtline Arredomare 1618 S.p.A.	ago-17
65	A.M.A. S.p.A.	ago-17
66	CDR Advance Capital S.p.A.	ago-17
67	Limacorporate S.p.A. (*)	ago-17
68	Limacorporate S.p.A. (Rule 144a)	ago-17
69	Impresa Percassi S.p.A.	ago-17
70	Ireos S.p.A.	ago-17
71	Renovo S.p.A.	ago-17
72	Tratos Cavi S.p.A.	ago-17
73	Lithos S.p.A.	set-17
74	Società Agricola C.I.T.A.I. S.p.A.	set-17
75	Cristiano Di Thiene S.p.A.	set-17
76	GVS S.p.A.	set-17
77	3 M S.r.l. (terza tranche)	set-17
78	Space S.p.A.	set-17
79	Ediliziacrobatca S.p.A. (4%)	set-17
80	Ediliziacrobatca S.p.A. (5%)	set-17
81	Hotel Adler S.r.l.	set-17
82	M.P.G. Manifattura Plastica S.p.A. (3,6%)	set-17
83	M.P.G. Manifattura Plastica S.p.A. (4%)	set-17
84	Finaria S.p.A.	set-17
85	The Outplay Italy S.r.l.	set-17
86	TPER S.p.A. (*)	set-17
87	Antonio Zamperla S.p.A.	ott-17
88	F.I.S. - Fabbrica Italiana Sintetici S.p.A.	ott-17
89	Mercedes-Benz Financial Services Italia S.p.A. (3) (*)	ott-17
90	M.P.G. Manifattura Plastica S.p.A. (terza tranche)	ott-17
91	Sata S.p.A.	ott-17
92	Met. Extra S.p.A.	ott-17
93	Calia Trade S.p.A.	ott-17
94	Prismi S.p.A.	ott-17
95	ETT S.p.A.	ott-17
96	CEF3 Wind Energy S.p.A. (*)	ott-17
97	Datacol S.r.l.	ott-17
98	Faro Società Cooperativa Agricola per Azioni	ott-17
99	Mercedes-Benz Financial Services Italia S.p.A. (2)	nov-17
100	Renco Group S.p.A.	nov-17
101	Prismi S.p.A.	nov-17
102	Flea - Società Agricola a Responsabilità Limitata	nov-17
103	Citiefte S.r.l.	nov-17
104	Industrie Polieco-M.P.B. S.r.l. (2020)	nov-17
105	Industrie Polieco-M.P.B. S.r.l. (2022)	nov-17
106	C.M.C. Di Ravenna Soc. Coop. (*)	nov-17
107	Pertici Industries S.p.A.	nov-17

	Società emittente	Mese
108	Pwc Advisory S.p.A.	nov-17
109	Prismi S.p.A.	nov-17
110	La Tecnica Nel Vetro S.p.A.	nov-17
111	Lefay Resorts S.r.l.	nov-17
112	C.R. S.p.A.	nov-17
113	Comerio Ercole S.p.A.	nov-17
114	GPI S.p.A.	nov-17
115	Heliopolis Energia S.p.A.	nov-17
116	Centrale Del Latte D'Italia S.p.A.	dic-17
117	Mario Schiano S.p.A.	dic-17
118	Cantiere Del Pardo S.p.A.	dic-17
119	Fagioli Finance S.p.A.	dic-17
120	Omniafibre S.r.l.	dic-17
121	Ireos S.p.A.	dic-17
122	Gestione Impianti Depurazione Acque S.p.A.	dic-17
123	Intersys S.r.l.	dic-17
124	Damiano S.p.A.	dic-17
125	G&P Net – Peuterey S.r.l.	dic-17
126	Irritec S.p.A.	dic-17
127	L. Molteni & C. Dei Fratelli Alitti S.p.A.	dic-17
128	M.E.P. S.p.A.	dic-17
129	Objectway S.p.A.	dic-17
130	Officine Metallurgiche G. Cornaglia S.p.A.	dic-17
131	Radio Dimensione Suono S.p.A.	dic-17
132	Svas Biosana S.p.A.	dic-17
133	Tecnocap S.p.A.	dic-17
134	Unionbau S.r.l.	dic-17
135	Exprivia S.p.A.	dic-17
136	Pro-Gest S.p.A. (*)	dic-17
137	Svim San Babila S.p.A. (prima tranche)	dic-17
138	Svim San Babila S.p.A. (seconda tranche) (*)	dic-17
139	Antonio Zamperla S.p.A.	dic-17
140	Boni S.p.A.	dic-17
141	Ghetaldi Property S.p.A. (prima tranche)	dic-17
142	Ghetaldi Property S.p.A. (seconda tranche)	dic-17
143	Ghetaldi Property S.p.A. (terza tranche)	dic-17
144	Plissé S.p.A.	dic-17
145	Valprosciutti S.p.A.	dic-17
146	De Matteis Agroalimentare S.p.A. 2022	dic-17
147	De Matteis Agroalimentare S.p.A. 2023	dic-17
148	Gi. Vi. S.p.A.	dic-17
149	Aedes SIIQ	dic-17
150	Calligaris S.p.A.	dic-17
151	F.C. Internazionale Milano S.p.A. (*)	dic-17
152	Florian Legno S.p.A.	dic-17
153	Lui S.p.A.	dic-17
154	4 Madonne Caseificio Dell'Emilia Società Cooperativa Agricola	dic-17
155	Boni S.p.A.	dic-17
156	Brandini S.p.A.	dic-17
157	Conte Tasca D'Almerita - Società Agricola a Responsabilità Limitata	dic-17
158	Eurobrico S.p.A.	dic-17
159	Gruber Invest S.r.l.	dic-17
160	HJA Italia S.r.l.	dic-17
161	Italian Top Food S.p.A.	dic-17
162	Osai Automation System S.p.A.	dic-17
163	Paganella 2001 S.p.A.	dic-17

	Società emittente	Mese
164	Energy.dis S.r.l.	dic-17
165	Proma S.p.A.	dic-17
166	Saras S.p.A. (*)	dic-17
167	Innovaway S.p.A.	dic-17
168	Roma Gas & Power S.p.A. (5,50%)	dic-17
169	Roma Gas & Power S.p.A. (5,01%)	dic-17
170	HDI Holding Dolciaria Italiana S.p.A.	dic-17

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. Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, la Scuola è presente anche nei QS World University Rankings .

Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA.

La scuola è membro di PRME (Principles for Responsible Management Education), Cladea (Latin American Council of Management Schools) e di QTEM (Quantitative Techniques for Economics & Management Masters Network).

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 *startup* innovative, i finanziamenti alternativi per le PMI. 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. Gli studenti del Politecnico si sono anche distinti orgogliosamente per la vittoria in competizioni accademiche sul tema finanziario come il CFA Institute Research Challenge.

Internet: www.som.polimi.it

Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Giancarlo Giudici - direttore scientifico dell'Osservatorio Mini-Bond
Marco Boaro
Andrea Grisoni
Marco Menna
Gianluca Premoli
Andrea Steiner
Edoardo Tunesi

Comitato scientifico: Alessandro Accrocca, Carlo Bettonica, Mario Bottero, Simone Brugnera, Vittorio Fiore, Alessandro Imbimbo, Francesco Maggi, Anna Marucci, Gerardo Murano, Guido Romano, Silvio Schinaia.

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

Partner

- ADB Corporate Advisory
- Banca Finint
- Cerved Rating Agency
- Deloitte
- F&P Frigiolini & Partners Merchant
- Foresight Group
- Orrick

Partner istituzionali

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



ADB SpA
www.corporate.adb.it

ADB è una società di consulenza indipendente fondata a Torino nel 1985 da un gruppo di ingegneri e di agenti di cambio, tra cui l'AD e Presidente, ing. Gian Enrico Plevna. Offre servizi di Corporate Advisory con una forte specializzazione sulla Piccola-Media Impresa italiana, affiancando le aziende, in qualità di *advisor* finanziario, nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria quali emissioni obbligazionarie (mini-bond), quotazioni in Borsa, fusioni e acquisizioni. Dal 2015 ADB è Fixed Income Partner di Borsa Italiana.

Nel 2013 ADB anticipa la concorrenza sul mercato dei mini-bond assistendo, in qualità di *advisor*, la prima emissione effettuata in Italia, da parte della PMI torinese CAAR. Il successo dell'operazione è sottolineato dall'ampio spazio riservatole da grandi testate nazionali ed internazionali.

Dal 2015 ADB è *advisor* esclusivo del Fondo Progetto MiniBond Italia di Zenit SGR, Fondo Chiuso Riservato che investe in emissioni obbligazionarie di PMI, svolgendo un ruolo centrale nel processo valutativo e di selezione del rischio e nella strutturazione delle operazioni.

Nel 2017 ADB si conferma tra i principali *player* operanti nel mercato dei mini-bond, con un coinvolgimento diretto in oltre 30 operazioni.



BANCA FININT

Banca Finint
www.bancafinint.com

Banca Finint è ad oggi una delle principali realtà italiane operanti nel settore finanziario. Un *team* di oltre 300 specialisti per individuare le soluzioni più adeguate a soddisfare le esigenze della clientela (imprese, investitori privati e istituzioni finanziarie) nelle diverse aree di competenza: *asset & wealth management*, *private banking*, *private equity*, *corporate finance*, finanza strutturata e *capital markets*.

In questo ambito Banca Finint assiste le aziende e gli imprenditori in tutte le scelte che riguardano l'ottimizzazione delle risorse di debito e di capitale. In particolare accompagna l'azienda nella ricerca e ottenimento di nuove risorse di debito in forme innovative (ad esempio attraverso la *securitisation*) e sul mercato dei capitali (emissioni, quotate o non quotate, di prestiti obbligazionari e di cambiali finanziarie) oltre che nel percorso di ricerca di nuovi soci e nella quotazione ad uno dei mercati borsistici (IPO).

Dall'avvio del mercato dei mini-bond a seguito del pacchetto legislativo introdotto dal Decreto Sviluppo, nel 2012, il Gruppo si è distinto come operatore globale in questo settore e l'attività di Arrangement è una delle sue anime più importanti. Finint Investments SGR gestisce due fondi dedicati al *private debt*, uno a carattere nazionale e uno territoriale dedicato al Trentino - Alto Adige per complessivi € 300 milioni di masse in gestione. Finint Investments SGR è riconosciuta come uno dei principali *player* che hanno contribuito a creare il mercato dei mini-bond in Italia. Il fondo a carattere nazionale denominato "Fondo Minibond PMI Italia", con la fine del 2016, ha completato il naturale periodo di investimento e ad oggi la società è in fase di *fundraising* con il nuovo fondo di *private debt* PMI Italia II. La *mission* che accomuna le diverse attività è la stessa: consentire alle imprese di beneficiare di provviste finanziarie per sostenere i propri progetti di sviluppo e crescita.



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 come 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 assegna *rating* del credito, sia su richiesta del soggetto valutato - sia esso una grande azienda o una PMI (Rating Impresa Pubblico o Privato, cd. *rating solicited*) - sia su richiesta di soggetti terzi rispetto all'entità valutata (*rating cd. unsolicited*).

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

The Deloitte logo consists of the word "Deloitte" in a bold, black, sans-serif font, followed by a small teal circle.

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 263.000 professionisti. In Italia è presente dal 1923: ogni anno collabora con oltre 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 & Assurance, Consulting, Financial Advisory, Risk Advisory, Tax and Legal.

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

Deloitte
www.deloitte.it



FRIGIOLINI & PARTNERS
MERCHANT

**F&P Frigiolini & Partners
Merchant Srl**
www.fepmerchant.it
www.fundera.it

Frigiolini & Partners Merchant (F&P) è una startup innovativa che racchiude al proprio interno oltre 30 anni di esperienza di mercato. È Advisor e “Coordinatore di processo” di molte delle strutturazioni di mini-bond quotate in Borsa in questi anni. Nasce nel 2015 ad opera del suo attuale CEO Leonardo Frigiolini, con esperienza pluriennale sui mercati finanziari, già co-fondatore della rete di Fineco nel 2000, *founder* di Unicasim nel 2009 e oggi membro del Direttivo di AIEC (Associazione Italiana Equity Crowdfunding).

F&P vanta un *team* specializzato che sotto altro marchio ha realizzato fra il 2013 e il 2015 il 100% delle emissioni di cambiali finanziarie emesse da PMI e quotate in Borsa. Dal 2015 ad oggi è monopolista nel segmento dei mini-bond “Short Term” (scadenza < 12mesi), di cui ha anche coniato la denominazione, divenuta insieme al logo, un marchio registrato.

Nel 2016 F&P è risultata prima in Italia per numero di operazioni realizzate e per numero di emittenti assistite e *leader* nel segmento dei mini-bond Short Term. Nel 2017 ha consolidato tale primato con ben 31 operazioni realizzate dal mercato.

Frigiolini & Partners Merchant ha maturato anche una significativa esperienza nell'*equity crowdfunding* e dal 2016 controlla Fundera, gestore dell'omonimo portale autorizzato dalla Consob ed iscritto al registro tenuto da quest'ultima.

F&P è detentrica dei marchi registrati “Finance 4 food” (dedicato all'eccellenza alimentare italiana) e “Finance 4 automotive”. Nel 2016 ha dato vita al progetto “Master per Emittenti Seriali” che vede oggi una *pipeline* di oltre 100 PMI in avvicinamento ai mini-bond e nel 2017 ha lanciato il Progetto “Equity market experience” finalizzato all'utilizzo dell'*equity crowdfunding* da parte delle PMI come ‘palestra’ prima della quotazione in Borsa. Dal 2017 è *partner* di Borsa Italiana.



Foresight Group Srl
www.foresightgroup.eu

Foresight Group è un gestore di fondi indipendente con più di 30 anni di esperienza, *leader* nel settore delle infrastrutture e del *private equity*. Attualmente gestisce oltre 3,1 miliardi di euro raccolti tra investitori istituzionali, *family office* e clientela *retail*.

Foresight è attiva come *fund manager* nel Sud Europa, in Gran Bretagna, negli Stati Uniti e in Australia, con uffici a Londra, Roma, San Francisco, Sydney, Nottingham e Manchester.

Nel Sud Europa, Foresight è attiva dal 2008 prevalentemente nel settore fotovoltaico. Con due fondi dedicati, Foresight European Solar Fund e ForVEI, ha investito oltre 100 milioni di euro di *equity* in progetti fotovoltaici per una capacità installata totale di oltre 100 MW, curando tutta la catena del valore dell'investimento, lo *scouting*, la strutturazione, nonché il debito, bancario e non. All'inizio del 2018 Foresight ha dato vita al primo fondo di *direct lending* sulle energie rinnovabili e sull'efficienza energetica (tra l'altro, illuminazione pubblica, teleriscaldamento, cogenerazione, solare, eolico, *waste to energy*, biomasse) per finanziare progetti infrastrutturali in Italia: il Foresight Italian Green Bond Fund. Il primo *closing* di € 70 milioni è stato sottoscritto al 20% dalla Banca Europea per gli Investimenti, oltre a banche, assicurazioni e *family office*, mentre sono già state avviate le raccolte per un *second closing* a € 200 milioni.

Il Green Bond Fund finanzia, mediante la sottoscrizione di *bond fully amortising* e *senior secured*, una serie di progetti di piccola taglia sul territorio italiano (dai € 5 ai € 15 milioni), in modo da evitare la competizione delle banche. Il 70 % del portafoglio sarà costituito da progetti *greenfield*, mentre il 30% da *brownfield*.

Il *team* di investimento vanta, tra l'altro, una lunga esperienza di strutturazione di debito su base *project finance*.



Orrick, studio legale internazionale fondato a San Francisco nel 1863, è presente in Italia dal 2003 con le sedi di Milano e Roma e conta più di 120 professionisti di primo piano, le cui competenze sono largamente riconosciute dai *player* del mercato economico e finanziario, italiano ed internazionale.

Nell'ambito dello specifico settore dei mini-bond, Orrick vanta il maggior *track record* nel mercato legale italiano: già nella fase di implementazione della normativa sui mini-bond, ha supportato da vicino le istituzioni coinvolte, in collaborazione con l'Associazione Bancaria Italiana e il Ministero dello Sviluppo Economico.

Il *team* Finance ha curato la maggior parte delle emissioni di questo strumento (di cui circa 75 emissioni ammesse a negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO), nonché la prima emissione di Mini Green Bond, così denominato perché emesso da parte di una società che opera nel settore delle energie rinnovabili. Ha quindi fornito assistenza nel processo di ristrutturazione di alcuni prestiti obbligazionari, ha portato a termine la prima emissione, in forma dematerializzata, di cambiali finanziarie e collaborato alla costituzione di tre tra i principali fondi specializzati in investimenti in mini-bond.

Orrick inoltre è *partner* di Borsa Italiana nel progetto ExtraMOT PROLinK, il portale dedicato al mercato ExtraMOT PRO in *partnership* con i più esperti operatori del settore. Lo studio è altresì interlocutore privilegiato di Confindustria la quale ha individuato Orrick come *partner* per far conoscere alle PMI sul territorio lo strumento dei mini-bond.

Orrick
www.orrick.it

PARTNER

www.osservatoriominibond.it



BANCA FININT



Deloitte.



FRIGIOLINI & PARTNERS
MERCHANT



PARTNER
ISTITUZIONALI



Ministero dello Sviluppo Economico



AIFI

Associazione Italiana del Private Equity,
Venture Capital e Private Debt

