



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"I MINI-BOND"

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA SAPIENZA ELENA

LAUREANDO: SCALCO LUCA

MATRICOLA N. 1138125

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1	8
1.1: DEFINIZIONI E CONTESTO.....	8
1.2: DISPOSIZIONI NORMATIVE	9
1.3: FILIERA: GLI ATTORI COINVOLTI	10
1.4: LE CARATTERISTICHE DELLE EMITTENTI ITALIANE	12
CAPITOLO 2	18
2.1: SCADENZA, REMUNERAZIONE E RATING.....	18
2.2: STRUMENTI DI GARANZIA	22
CAPITOLO 3	26
3.1: CARATTERISTICHE DEL LISTINO EXTRAMOT PRO	26
3.2: REQUISITI ED ADEMPIMENTI PER LA QUOTAZIONE	26
3.3: COSTI E BENEFICI DEL COLLOCAMENTO E DELLA QUOTAZIONE.....	28
CAPITOLO 4	32
4.1: BANCA FININT E IL RUOLO DELL' ARRANGER	32
4.2: INDUSTRIA 4.0 E MINI-BOND: I CASI "U-INVEST" E "GIGLIO GROUP"	36
4.3: I PROBLEMI DI REGOLAMENTAZIONE: I CASI "FERRARINI" E "LC&F"	38
CONCLUSIONI	42
BIBLIOGRAFIA	45

INTRODUZIONE

Il finanziamento d'impresa è oggi uno dei temi di maggiore attualità, soprattutto considerando l'evoluzione normativa che nell'ultimo periodo ha visto lo sviluppo di numerose tipologie di strumenti finanziari "alternativi" / "complementari", introdotti principalmente per sopperire alle lacune del credito bancario, tutt'ora la principale forma di reperimento di liquidità.

Al tradizionale sistema bancario, si sono infatti accostate numerose leve di finanza innovativa, che hanno permesso, alle imprese interessate, di garantirsi le risorse necessarie per portare a buon fine un'acquisizione, piuttosto che per mettere in atto un piano di sviluppo strategico o per investire in nuovi progetti.

Spicca tra tutti il Mini-Bond, ossia un titolo di debito emesso, secondo specifiche disposizioni, da società di capitali e cooperative, e destinato alla sottoscrizione da parte di soli investitori istituzionali; tale strumento ha infatti generato, dal 2012 ad oggi, oltre 5 miliardi di euro di volume d'affari, dimostrando di essere il veicolo di gran lunga più utilizzato dalle imprese italiane (soprattutto PMI) per finanziare la propria crescita.¹

Alla base di questo successo, vi sono senza dubbio i numerosi vantaggi, sia per gli emittenti che per i sottoscrittori, che scaturiscono dal collocamento, e che si concretizzano in notevoli benefici sia di carattere fiscale sia d'immagine. L'emissione del Mini-Bond consente infatti, alle imprese che decidono di sostenere questa operazione, di poter portare in deduzione, ai fini del calcolo dell'IRES, tutti i costi sostenuti durante tale processo, compresi gli interessi passivi corrisposti, nonché la possibilità di aumentare la propria visibilità sia a livello nazionale che internazionale, attirando nuovi potenziali investitori, nuovi partners e figure professionali specializzate da poter inserire al proprio interno.

Questo strumento ha però fatto emergere, in questi anni, alcune incognite; nel corso di questo elaborato mi soffermerò infatti anche su alcuni aspetti critici derivanti da tale operazione, delineando soprattutto i costi derivanti sia dal collocamento che dall'eventuale quotazione del titolo nel listino ExtraMOT PRO, nonché analizzando i casi di attualità che hanno avuto esiti negativi, mettendo a repentaglio la solvibilità della società stessa.

Con questa relazione intendo infatti proporre un'analisi quanto più oggettiva possibile circa i Mini-Bond, soffermandomi, nel primo capitolo, sulle caratteristiche delle imprese emittenti e sugli attori coinvolti nel processo di collocamento, e poi, nel secondo e terzo capitolo, sugli aspetti essenziali del titolo stesso, compresa la possibile quotazione e i costi di emissione. Per concludere, mi soffermerò, nel quarto capitolo, sull'importanza che il Gruppo Banca Finint ha

¹ Fonte: Quinto Report sui Mini-Bond, Politecnico di Milano School of Management (2019).

avuto per lo sviluppo di questo mercato in Italia, analizzando il suo processo di collocamento ed alcune delle emissioni a cui ha partecipato in qualità di arranger. Seguirà lo studio di due società che hanno deciso di finanziare il proprio sviluppo 4.0 attraverso questo strumento innovativo, ed infine, trattando due dei principali “scandali” avvenuti recentemente, evidenzierò le possibili criticità che questo strumento porta con sé.

CAPITOLO 1

Nel primo capitolo di questo elaborato, dopo aver fornito una breve definizione di Mini-Bond, mi soffermerò sull'analisi delle disposizioni normative italiane che regolamentano tali strumenti finanziari, per poi dedicare la mia attenzione alla “filiera”, ovvero gli attori che, in forza di specifiche skills e conoscenze tecniche, partecipano a quella che l'Osservatorio sui Mini-Bond del Politecnico di Milano School of Management, nel suo Quinto Report (2019), ha definito come l' “educazione finanziaria delle PMI”. Nell' ultimo paragrafo descriverò invece le caratteristiche principali delle imprese (soprattutto piccole-medie) che in questi ultimi anni hanno emesso Mini-Bond.

1.1: DEFINIZIONI E CONTESTO

“I Mini-Bond sono obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società italiane non quotate, tipicamente PMI, normalmente destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di refinancing. Come tutte le obbligazioni hanno un tasso d'interesse riconosciuto sotto forma di cedola periodica, e una data di scadenza” (Borsa Italiana). Contrariamente a quanto affermato da Borsa Italiana però, questi strumenti finanziari, nei primi anni dopo la loro introduzione, venivano principalmente emessi da società quotate e solo recentemente si sono diffusi anche alle PMI non quotate. In ogni caso essi rappresentano uno strumento alternativo, o complementare, alla principale fonte di liquidità delle imprese in epoca moderna: il credito bancario.

I Mini-Bond si sono sviluppati in Italia pochi anni dopo la crisi del 2008, scaturita nel 2007 negli USA in seguito alla caduta del mercato immobiliare e lo scoppio della bolla speculativa dei mutui subprime, con conseguente diramazione nel mercato finanziario a stelle e strisce (e poi mondiale), nonché fautrice di un periodo di depressione economica nella maggior parte delle economie mondiali.

A livello finanziario la principale concausa – conseguenza della “Grande Recessione” è stata la mancanza di fiducia nel mercato borsistico e la derivante crisi creditizia e bancaria; si parla in questi casi di “stretta del credito” (credit crunch), ovvero di un calo significativo dell'offerta di liquidità da parte delle banche. Per fronteggiare questa situazione complessa, la Banca Centrale Europea ha deciso di attuare una politica monetaria espansiva (Quantitative easing), fornendo liquidità al sistema e facendo di conseguenza abbassare il rendimento dei titoli di Stato. Questa operazione ha orientato l'interesse degli investitori verso nuove forme d'investimento ad alto rendimento, velocizzando lo sviluppo di metodi alternativi di finanziamento (o di

autofinanziamento) delle società, tra cui appunto l'emissione dei Mini-Bond. D'altro canto, l'aumento di liquidità, sta spingendo le Banche ad investire almeno una parte nell'economia reale, andando a finanziare selettivamente le imprese solide, con basso profilo di rischio e un buon rating, ossia quelle che avrebbero le caratteristiche per emettere con successo un Mini-Bond (come si vedrà nel corso di questo capitolo). Questo ha un duplice effetto: da una parte il mercato dei Mini-Bond viene frenato dal sistema banco-centrico, dall'altra le PMI meno appetibili vengono doppiamente penalizzate, non essendo adatte al collocamento di titoli (e non potendo permettersi di sostenere i relativi costi, di cui tratterò nel terzo capitolo), e vedendosi costrette ad accettare le stringenti richieste imposte dalle Banche. E' anche per questa serie di motivi che, negli ultimi anni sono state introdotte numerose disposizioni normative, volte soprattutto a favorire la costruzione di nuove forme di finanziamento per le micro e piccole imprese.

1.2: DISPOSIZIONI NORMATIVE

L'emissione di Mini-Bond si è sviluppata, in Italia, sotto il governo di Mario Monti, con il Decreto Sviluppo del 22 giugno 2012, integrato successivamente dal Decreto Sviluppo Bis del 18 ottobre 2012 e poi dai Decreti del 23 dicembre 2013 (Destinazione Italia) e 24 giugno 2014 (Competitività), ed infine con la Legge di Bilancio 2019 del 30 dicembre 2018.

Prima dell'entrata in vigore del Decreto Sviluppo, era il Codice Civile, negli articoli da 2410 a 2420 per le S.p.a, e nell'articolo 2483 per le S.r.l, a disciplinarne la natura e l'emissione. L'articolo 2412 sancisce infatti che la società può emettere obbligazioni, siano esse nominative o al portatore, per un valore complessivo non eccedente il doppio del proprio capitale sociale e delle riserve, a meno che tale obbligazione sia destinata ad essere quotata in mercati regolamentati.

Con il Decreto Sviluppo, il Governo ha introdotto la possibilità di emettere obbligazioni, destinate ad essere quotate in mercati regolamentati, sino al doppio del patrimonio netto per tutte le società non quotate. Inoltre, il Decreto Sviluppo bis ha apportato grandi novità circa le agevolazioni fiscali, a favore sia dei soggetti emittenti che dei sottoscrittori, quali la deducibilità degli interessi passivi e dei costi di emissione e l'esenzione delle ritenute d'acconto su interessi e proventi corrisposti.

E' proprio all'interno del Decreto del 22 giugno 2012 che vengono presentati i requisiti che le società devono presentare al fine di poter emettere Mini-Bond:

- l'emissione deve essere assistita da uno "sponsor", ossia un soggetto tassativamente identificato (banche, SICAV, SGR, imprese investimento, società di gestione

armonizzate, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dal T.U.B, banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento anche aventi sede legale in uno Stato extracomunitario, purché autorizzate alla prestazione di servizi nel territorio della Repubblica) con competenze tali da poter sostenere l'impresa sia nella fase di emissione che in quella di collocamento. Lo sponsor dovrà infatti assicurare la liquidità dei titoli mantenendone una minima quota nei propri portafogli, e dovrà valutare il titolo ogni semestre e classificare la società emittente grazie ad un rating interno;

- l'ultimo bilancio dell'impresa emittente deve essere sottoposto a controllo da parte di un revisore legale o di una società di revisione;
- i titoli devono essere collocati tra investitori qualificati, e devono circolare esclusivamente tra loro;
- l'impresa deve essere di piccola o media dimensione, deve cioè presentare le caratteristiche enunciate nella Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea.²

Il Decreto Destinazione Italia e il Decreto Competitività hanno contribuito alla spinta di forme di finanziamento innovative per lo sviluppo e la rinascita delle piccole e medie imprese italiane, permettendo di costituire privilegio speciale a garanzia dei titoli obbligazionari (e quindi non solo più quelli finanziari), di evitare la ritenuta d'acconto sui proventi derivanti da obbligazioni non quotate detenute da fondi e, di estendere l'imposta sostitutiva anche alla cessione di crediti garantiti. Inoltre, i due Decreti hanno introdotto la possibilità, anche per le società di gestione del risparmio, di essere garantite dal Fondo centrale di garanzia sia su singole emissioni di titoli, sia su portafogli.

Infine, la Legge di Bilancio 2019 ha introdotto nuovi paletti circa i PIR (piani individuali di investimento, ossia forme di risparmio che permettono agevolazioni fiscali a determinate condizioni), imponendo vincoli sulla composizione degli investimenti in strumenti finanziari emessi dalle PMI e scambiati nei listini non regolamentati (come ExtraMOT PRO), nonché la possibilità per le società di cartolarizzazione, ossia società legittimate a poter negoziare titoli solitamente non trasferibili, di erogare direttamente finanziamenti sia a S.p.a che S.r.l, al fine di supportare la crescita delle PMI nel breve e medio periodo ("direct lending").

1.3: FILIERA: GLI ATTORI COINVOLTI

² Secondo la Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, si può definire come "piccola impresa" l'ente che presenti un numero di dipendenti inferiore a 50 ed il totale attivo annuo dello Stato Patrimoniale, o il totale dei Ricavi, inferiore a 10 milioni di Euro. Con il termine "media impresa" invece ci si riferisce ad un'impresa con un organico complessivo inferiore a 250 dipendenti e alternativamente, o con un fatturato inferiore a 50 milioni di Euro, o con un totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale inferiore a 43 milioni di Euro.

L' emissione di Mini-Bond rappresenta un metodo innovativo per il finanziamento delle società italiane, ed è soprattutto per questa ragione che la maggior parte di esse ha la necessità di farsi assistere, durante tutto il processo di emissione/collocamento, da specifiche figure professionali in grado di portare a buon fine l'operazione.

La prima figura che solitamente si avvicina ad un'impresa emittente è l'“advisor”, ossia un consulente finanziario (o una società di consulenza) capace di guidare l'emittente in tutte le fasi di pianificazione strategica (timing dell'emissione, valore e scadenza del titolo etc..) e disposto ad affiancare l'impresa durante gli adempimenti formali, legali e notarili. Dopo aver verificato l'esistenza dei requisiti minimi richiesti per l'emissione, tale operatore è chiamato ad analizzare in termini sia qualitativi che quantitativi le caratteristiche del potenziale emittente, verificandone la situazione dimensionale e la solidità finanziaria grazie all'utilizzo di indicatori aziendali quali: ROI, ROE, EBITDA, PFN7PN EBIT7OF etc. Dopo aver fatto ciò, l'advisor procede alla verifica del piano industriale ed alla redazione del business plan. Tale documento, oltre a chiarire gli obiettivi di investimento futuri, permetterà, attraverso il confronto tra i cash flow operativi previsti e i flussi di cassa a servizio del prestito (redatti in un rendiconto finanziario prospettico) di verificare la fattibilità finanziaria dell'operazione. Alla figura dell'advisor si contrappone quella dell'“arranger” il quale si impegna, per conto dell'emittente, a seguire il processo, gestendo tutte le fasi con tutte le controparti: questo ha il compito di contattare i potenziali investitori presentando l'opportunità e verificando il gradimento dell'operazione stessa, per poi definire le caratteristiche del Mini-Bond oggetto di emissione. Tale ruolo è nella maggior parte dei casi svolto da istituti bancari, i quali, forti della loro consolidata esperienza, si presentano oggi come consulenti in grado di accompagnare le imprese durante il loro percorso di sviluppo, offrendo competenze sia a livello finanziario che amministrativo. Il mutato contesto economico-finanziario ha infatti spinto molti istituti a riposizionarsi sul mercato in modo da assumere un ruolo più attivo nell'offerta di nuovi strumenti di debito a servizio delle imprese. Inoltre, sfruttando la propria strutturazione, e vantando rapporti privilegiati con molti investitori professionali, le Banche possono offrire operazioni più complesse, istituendo per esempio fondi di investimento specializzati nella sottoscrizione di un portafoglio di titoli, rendendo così più sicuro l'investimento, e al contempo permettendo ad un pool di aziende di finanziarsi con un'unica operazione.

Advisor ed arranger lavorano a stretto contatto con il consulente legale (advisor legale), il quale è incaricato di verificare il rispetto delle disposizioni normative vigenti e delle procedure attuate, nonché quello di redigere i contratti tra le parti, compreso il Regolamento del prestito, analizzando le metodologie più opportune per offrire garanzia agli investitori e per tutelare l'emittente.

A questa figura si aggiunge, sia per l'assistenza normativa che per quella tecnica, la Banca, la quale si occupa, oltre che di tutte le pratiche di dematerializzazione dei titoli e di attribuzione del codice ISIN (Banca Agente), anche della successiva custodia degli strumenti stessi (Banca Depositaria).

Nonostante siano adempimenti relativamente standardizzati, le imprese preferiscono delegarli in outsourcing al fine di minimizzarne i costi e le tempistiche, nonché per assicurarsi figure professionali in grado di relazionarsi con Monte Titoli (deposito centrale italiano che custodisce questi titoli finanziari), e con Banca d'Italia.

L'ultimo agente della filiera, nonché il più importante, è l'investitore, il quale, per poter sottoscrivere Mini-Bond, deve essere "professionale" / "qualificato": banche, assicurazioni, gestioni patrimoniali, fondi pensione, family offices, fondazioni, hedge funds, sono tutti enti che, grazie alla propria esperienza e competenza, son in grado di gestire e valutare i rischi legati a questo tipo di operazione.

Nonostante il codice civile non escluda la possibilità, per le persone fisiche, di investire in Mini-Bond, nella realtà dei fatti sono soprattutto i soggetti sopracitati a sottoscrivere le emissioni di questi titoli.

1.4: LE CARATTERISTICHE DELLE EMITTENTI ITALIANE

Ciò che a mio avviso maggiormente risalta da questi primi paragrafi è la rigidità del processo di emissione, caratterizzato da precisi adempimenti normativi da rispettare e da numerosi attori coinvolti, i quali, oltre a far allungare i tempi necessari al completamento dell'intera operazione, sono causa dell'aumento dei costi che l'impresa deve sostenere. Il Mini-Bond, nonostante sia ad oggi la forma di finanziamento "alternativo" maggiormente utilizzato, rimane, anche per questi motivi, uno strumento di nicchia, destinato per ora a società con precise caratteristiche. Ritengo dunque interessante analizzare, a livello numerico, queste caratteristiche, per poter delineare l'identikit dell'impresa italiana che è solita prendere parte a questo tipo di operazione.

Le società che dal 2012, data di "nascita" del Mini-Bond in Italia, al 2018, hanno deciso di finanziarsi attraverso Mini-Bond, possono essere segmentate sulla base di diverse caratteristiche, in termini di: fatturato, settore di appartenenza e area geografica.

Per quanto riguarda il totale dei ricavi, dalla Figura 1, che rappresenta la segmentazione delle emittenti³ in relazione al fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione, si evince come quasi il 40% di esse siano società che ricadono, per lo meno a

³ Il campione di analisi utilizzato deriva dal 5° Report sui Mini-Bond, a cura del Politecnico di Milano School of Management, ed è composto dalle 746 imprese che, dal 2012 al 31.12.2018, hanno emesso questi titoli. I requisiti alla base della formazione del campione sono disponibili a pagina 11 del Report.

livello di dimensione economica, tra le grandi imprese. Più precisamente, circa l'8% di esse vanta ricavi superiori a 500 milioni di euro, oltre un quinto di esse (21%) sono società con fatturato compreso tra i 100 e i 500 milioni di euro, e più del 10% presentano un fatturato compreso tra i 50 e i 100 milioni di euro. Le emissioni da parte di medie imprese rappresentano il 32% del totale, mentre le piccole imprese hanno preso parte a questo tipo di operazione solo nel 26% dei casi; all'interno di questo 26% vi sono società con un fatturato inferiore ai 2 milioni di euro, ricadendo tra le micro-imprese e quindi teoricamente non legittimate al collocamento di questa tipologia di titoli. Ma ricordo che, oltre alla dimensione economica, per essere definite tali, le imprese devono rispettare anche il requisito relativo al numero di addetti (che deve essere inferiori a 10). Evidentemente queste società non rispettavano questo vincolo, ed hanno quindi potuto validamente emettere il Mini-Bond. Appare chiaro che il Mini-Bond, strumento nato per sostenere soprattutto lo sviluppo delle piccole imprese, nella realtà dei fatti sia stato principalmente utilizzato dalle società di medio-grande dimensione. Al di là delle varie motivazioni dietro questi dati (la mancanza per le piccole imprese di una "cultura finanziaria" adeguata, i costi difficilmente sostenibili dalle PMI etc..), emerge a mio avviso la necessità di rivedere questo strumento, per renderlo davvero "alla portata" delle aziende più piccole.

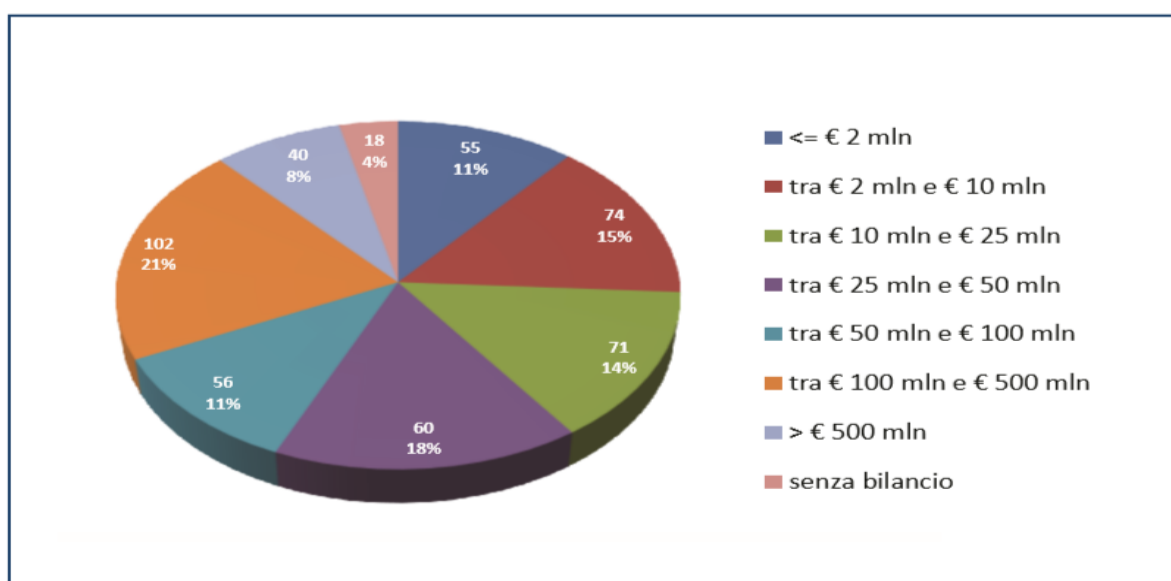


Figura 1: Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2018 per classe di fatturato consolidato (Quinto Report sui Mini-Bond, Politecnico di Milano School of Management, 2019)

Passando invece al settore di appartenenza delle imprese (in base al codice attività ATECO), si osserva come quasi il 50% del campione sia rappresentato da società che svolgono prevalentemente attività manifatturiere (41%) o attività finanziarie (8%) (Figura 2). Questo

dato a mio avviso non deve sorprendere, soprattutto se si considera lo sviluppo negli ultimi anni del modello di industria 4.0, che porta con sé progetti di innovazione tecnologica e digitalizzazione sia nel manifatturiero che nel settore finanziario. Questi nuovi progetti di sviluppo, i piani di crescita economica e l'introduzione di servizi digitali, siano essi per la produzione industriale o per migliorare e rendere più diretto il rapporto con il cliente/investitore, sono, a mio avviso, alcune delle ragioni che hanno spinto allo sviluppo di Mini-Bond, ed in generale delle forme alternative di finanziamento. Da non sottovalutare, per la stessa ragione, come il 7% dei titoli emessi in questi sei anni, siano ad opera di imprese attive nei servizi d'informazione (Media & ICT, Gaming etc..), percentuale probabilmente destinata a salire con lo sviluppo, soprattutto a livello mondiale ma da qualche anno anche in Italia, del settore hi-tech.

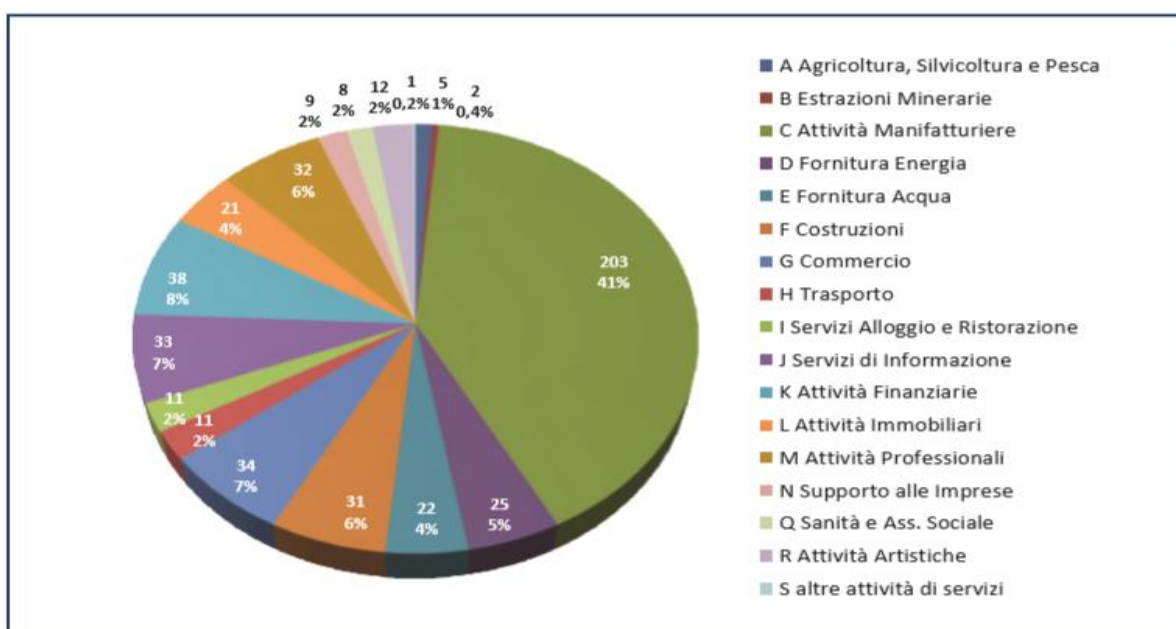


Figura 2: Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2018 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO (Quinto Report sui Mini-Bond, Politecnico di Milano School of Management, 2019)

Analizzando, infine, la localizzazione geografica delle imprese emittenti, si nota come il Nord Italia sia stato, in questi 6 anni, la “macro-regione” più attiva nel collocamento di titoli di debito, con circa il 70% dei complessivi titoli emessi. Come si può notare dalla Figura 3, che mostra la sintesi delle emissioni dal 2012 al 2018, Lombardia (144 emissioni), Veneto (63 emissioni), ed Emilia Romagna (53 emissioni) sono stati i tre principali centri in cui le società hanno intrapreso operazioni di questo tipo, segnalando la maggior propensione all'innovazione finanziaria del settentrione rispetto al meridione.

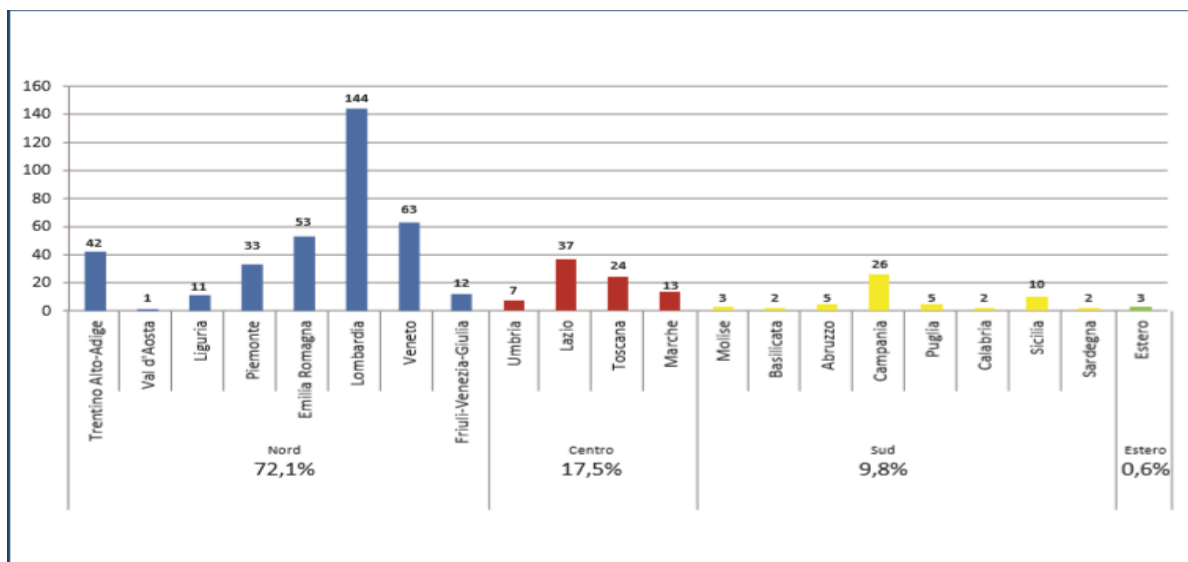


Figura 3: Segmentazione delle emittenti per localizzazione regionale (Quinto Report sui Mini-Bond, Politecnico di Milano School of Management, 2019)

Tuttavia è opportuno menzionare che, con un po' di ritardo, anche il Sud Italia ha deciso di affacciarsi a questo innovativo metodo di finanziamento: Puglia Sviluppo e Sviluppo Campania hanno infatti stanziato rispettivamente circa 40 milioni di euro e 37 milioni di euro per finanziare gli investimenti in Mini-Bond e per aiutare le imprese emittenti nel sostenimento dei costi di rating ed emissione. Secondo Grazia D'Alonzo, presidente di Puglia Sviluppo, questa operazione dovrebbe ridurre gli effetti della stretta creditizia sul tessuto produttivo della regione, aiutando le PMI a crescere. Unendo risorse private e pubbliche, l'emissione dovrebbe inoltre essere maggiormente sostenibile, e dovrebbe contribuire a dare la *“spinta decisiva al nostro sistema produttivo, che è un tessuto di imprese piccole, ma sempre più dinamiche e pronte a proiettarsi nel futuro”*⁴. A livello finanziario, tale operazione verrà attuata mediante la formazione di un portafoglio, consentendo così ad un pool di aziende (che necessariamente devono avere la sede in Puglia) di finanziare i propri piani d'investimento, e contemporaneamente riducendo il rischio per gli investitori; la liquidità incassata da ogni società dovrà infatti essere utilizzata esclusivamente per investimenti in attivi materiali ed immateriali, o a sostegno di attività di ricerca e sviluppo, non permettendo tale operazione al mero fine di ristrutturare le proprie passività. Come detto la regione si impegnerà direttamente al sostegno di questa operazione, prestando garanzia al portafoglio sulle “prime perdite” e sovvenzionando le imprese con la liquidità necessaria a coprire (parzialmente) le spese sostenute per l'emissione.

⁴ Fonte: “In Puglia il Mini-Bond per le piccole e medie imprese”, Disponibile su: http://www.regione.puglia.it/assets/-/asset_publisher/ci0Qi9xxHeH5/content/in-puglia-il-minibond-per-le-piccole-e-medie-imprese/3728079

L'operazione di Sviluppo Campania avrà la medesima strutturazione ("basket-bond")⁵ ed i medesimi interventi da parte della regione (garanzia e sovvenzioni), ed anche in questo caso le emittenti saranno tenute ad investimenti materiali, immateriali o nel circolante. La regione Campania si è però anche mobilitata a sostegno delle micro-imprese, finanziando portafogli dal taglio medio di circa 100 mila euro, in favore di oltre 2000 piccole realtà, che costituiscono la colonna portante del sistema produttivo campano. Secondo Vincenzo De Luca, presidente della regione Campania, queste operazioni dovrebbero facilitare l'accesso al credito, superando le barriere burocratiche che troppo spesso limitano l'iniziativa imprenditoriale, e promuovere lo sviluppo della digitalizzazione e dell'industria 4.0, con positive ricadute anche a livello occupazionale.

⁵ Tratterò con più precisione il basket-bond nel quarto capitolo, dove analizzerò il Gruppo Banca Finint, che ha introdotto in Italia questa innovativa operazione, e che, non a caso, è co-arranger nell' emissione di regione Campania.

CAPITOLO 2

Dopo avere analizzato nel primo capitolo alcune delle principali caratteristiche delle imprese italiane emittenti Mini-Bond, ed i principali agenti con cui entrano in contatto durante il collocamento, mi soffermerò ora ad analizzare le caratteristiche dei titoli emessi in termini di scadenza, remunerazione offerta, rating, e strumenti utilizzati a tutela degli investitori quali opzioni, garanzie e covenant.

2.1: SCADENZA, REMUNERAZIONE E RATING

Per poter meglio comprendere il Mini-Bond e l'andamento che questo strumento ha avuto nei primi sei anni di vita, ritengo necessario trattare, in questo capitolo, le caratteristiche principali dei 746 titoli emessi dal 2012 al 31.12.2018⁶. Per quanto concerne la scadenza dei Mini-Bond, questa in media si assesta su un valore di 5,3 anni. In particolare, osservando Figura 4, si nota come la maggior parte dei titoli abbia una maturità compresa tra 5 e 6 anni (191 titoli, ovvero circa il 26%), ma sia anche presente un'elevata variabilità: ai ben 105 titoli con scadenza molto breve (fino a un anno), si affiancano infatti 164 titoli con scadenza superiore alla soglia dei 7 anni. E' questa una delle principali differenze tra credito bancario e Mini-Bond; se la scadenza del finanziamento bancario oscilla generalmente tra i 3 e i 5 anni, quella del Mini-Bond, come detto, può raggiungere i 7 anni, permettendo alle emittenti di beneficiare di un arco temporale maggiore su cui "spalmare" il finanziamento, alleggerendo i costi sul singolo esercizio.

Confrontando PMI e grandi imprese, si riscontra una relativa assenza da parte di quest'ultime nell'emissione di titoli di debito con scadenze inferiori ai 4 anni e la tendenza a prediligere titoli con durata superiore. Da questi dati emerge l'idea, da parte delle imprese di grandi dimensioni, di finanziarsi nel breve periodo con il tipico credito bancario (a loro più accessibile in quanto teoricamente più solide finanziariamente), e nel medio-lungo termine ricorrendo ai Mini-Bond, i quali offrono maggiore controllo e minori vincoli. Ed è proprio in questo contesto che assume particolare rilevanza la considerazione di Giovanni Ronca, ex Co-Responsabile delle attività di Unicredit in Italia, ed attuale CFO di "TIM S.p.a.", il quale ha recentemente affermato di vedere i Mini-Bond "short-term" emessi dalle PMI come una "palestra" che aiuta le imprese a crescere a livello amministrativo-societario e ad acquisire l'esperienza e le competenze necessarie per poter svolgere nel futuro anche operazioni finanziariamente più complesse: *"stiamo contribuendo alla diffusione della cultura del Capital Markets tra le PMI italiane anche attraverso lo strumento dei Mini-Bond. Per le imprese essi rappresentano una*

⁶ Il campione osservazionale è il medesimo di quello utilizzato nel primo capitolo.

vera e propria palestra, in quanto consentono di familiarizzare con gradualità con le dinamiche e regolamentazione del mercato dei capitali, come per esempio la certificazione dei bilanci, la definizione del business plan, l'adeguamento della documentazione societaria e in generale la governance dell'azienda" (Quinto Report sui Mini-bond, 2019, pag. 50).

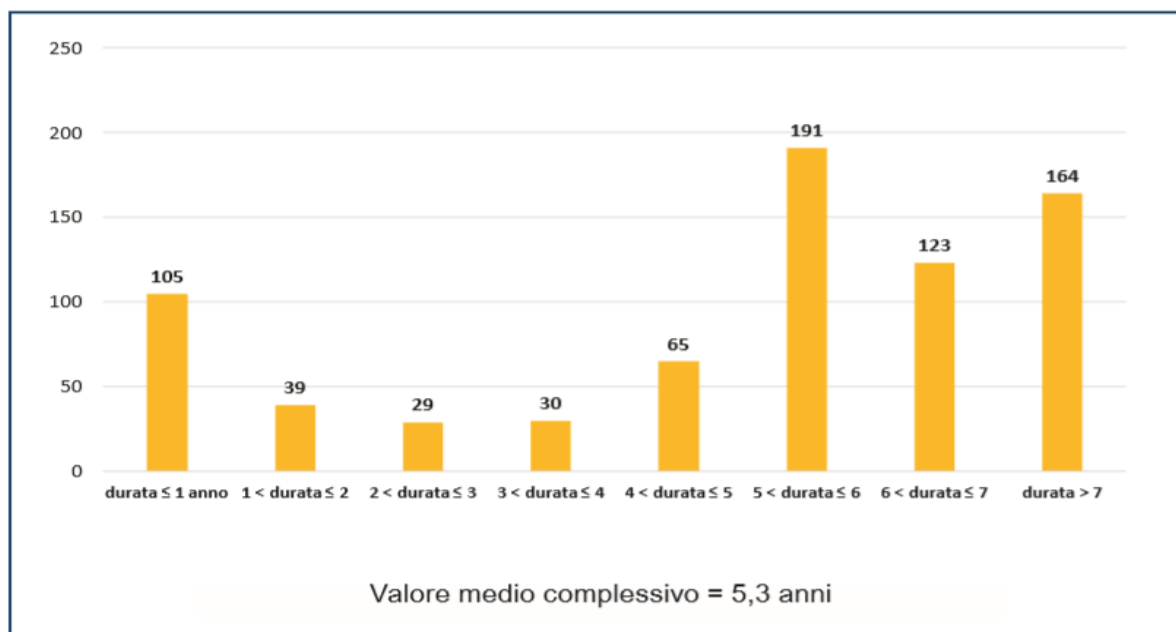


Figura 4: Distribuzione complessiva della scadenza del titolo (Quinto Report sui Mini-Bond, Politecnico di Milano School of Management, 2019)

Per quanto concerne la remunerazione, in questi 6 anni, si nota una generale riduzione del tasso cedolare, attestandosi su un valore medio prossimo al 5%; ricordo però che il valore del tasso, è assoggettato ad una serie di fattori, variabili in base alle caratteristiche dell'emittente e del titolo, quali: il rischio (di mercato, di liquidità, di default), la presenza di possibili garanzie ed opzioni, la maturità, ed il prezzo di emissione. A questo si deve aggiungere la stretta correlazione tra i mercati finanziari e la scena politica di uno Stato, che inevitabilmente influisce sull'andamento dei titoli. Dalla Figura 5, si possono chiaramente notare gli effetti sui rendimenti derivanti delle turbolenze a livello politico degli ultimi anni e delle incertezze circa la manovra finanziaria che il Governo attuerà per il 2019; nel mercato obbligazionario del 2018 si è infatti assistito ad una significativa discesa dei prezzi, con conseguente innalzamento dei rendimenti (la cedola media per il Mini-Bond è salita da 4,83% a 5,00%) e allargamento degli spreads, trend che potrebbe proseguire nel corso del 2019, se continueranno le tensioni politiche italiane. E' vero, come detto, che il rendimento è in media diminuito in questi 6 anni, allontanando di conseguenza gli investitori più propensi al rischio, ma lo spread con i BTP a 5 anni si attesta

comunque su valori molto alti, non permettendo agli investitori “risk-averse” di avvicinarsi a tale strumento. D’altro canto tale spread rappresenta la principale motivazione che spinge, ad oggi, gli investitori a sottoscrivere tale operazione. Sarà dunque necessario, per lo sviluppo dello strumento, arrivare ad una situazione che possa permettere alle società emittenti di non sostenere un costo del capitale troppo vincolante, generando però al contempo una buona remunerazione per gli investitori.

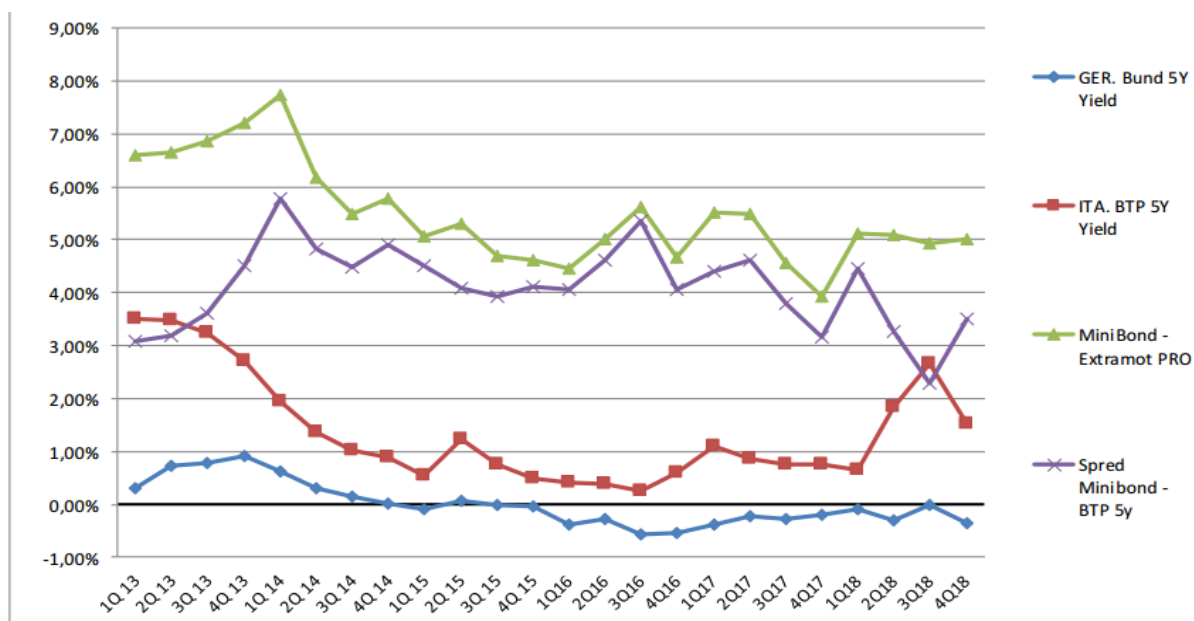


Figura 5: Andamento storico italiano del rendimento del Mini-Bond e BTP a 5 anni (elaborazione Team di Investimento Fondo PMI, dati Analisi Dati Borsa S.p.A. Progetto Mini-Bond Italia, Zenit SGR)

Se la riduzione del costo del capitale è, a mio avviso, un segnale positivo per questa tipologia di strumento finanziario, vi sono alcuni campanelli d’allarme che ritengo opportuno segnalare: la riduzione del valore complessivo dei Mini-Bond emessi nel 2018 (da 1.4 miliardi del 2017 a 688 milioni del 2018, dal Quinto Report sui Mini-Bond 2019), la riduzione del valore medio di emissione e il calo delle emissioni totali effettuate dalle PMI, sembrano segnalare che le imprese abbiano optato per collocamenti più piccoli, e che, almeno in Italia, l’ emissione di Mini Bond stia forse iniziando ad assestarsi. Solo nei prossimi anni si capirà se quella del 2018 è stata una leggera flessione o l’inizio di un potenziale declino. Due delle principali cause di questo calo sono state i rallentamenti normativi, e l’espansione di nuove tipologie di finanziamento alternativo come l’equity crowdfunding ed il ‘direct lending’, il quale offre diverse opportunità per i fondi di investimento alternativi (FIA) che intendono trasmettere credito diretto alle PMI.

Un tema strettamente collegato alla scadenza e alla remunerazione del titolo risulta essere quello relativo alle pratiche e alle modalità attraverso le quali le diverse imprese emittenti procedono al rimborso, nei confronti degli investitori professionali, del capitale precedentemente impegnato.

Vi sono principalmente due pratiche di rimborso: la modalità “bullet”, che prevede la corresponsione del solo interesse e la restituzione del capitale iniziale in un’unica soluzione alla scadenza, offrendo così all’investitore un rendimento maggiore (in quanto la quota capitale del prestito non si riduce progressivamente nel corso del tempo e di conseguenza gli interessi vengono sempre calcolati sull’intero capitale iniziale), e la modalità “amortizing”, la quale prevede il rimborso del capitale in modo progressivo nel tempo. Questa tecnica è molto diffusa in quanto permette di ridurre la duration (ossia la vita media pesata dei flussi finanziari a servizio del titolo) e di conseguenza il rischio, favorendo così gli investitori. Tra le 746 imprese del campione, questa modalità di rimborso è stata preferita nel 46% dei casi, valore che sale al 49% se si considerano solo le PMI, e che scende al 43% se si considerano solo le grandi imprese. Le grandi imprese infatti, disponendo sulla carta di maggior liquidità e di una struttura finanziaria più solida, preferiscono mediamente il rimborso “bullet”, ossia un’unica uscita di cassa, mentre per le piccole realtà è preferibile “spalmare” l’impegno finanziario su più esercizi contabili. Un altro dato interessante è la relazione tra scadenza e rimborso: se si considerano le emissioni di Mini-Bond con scadenza inferiore a 5 anni (ovvero la media storica dal 2012 al 2018), si nota come nell’oltre 80% dei casi le società prevedano il rimborso “bullet”, ritenendo questo arco temporale “breve”, e valutando più conveniente il rimborso in un’unica tranche; per i Mini-Bond con scadenza superiori si predilige invece l’“amortising” (62%).

L’ultima caratteristica del titolo su cui mi soffermo è il “rating”, ossia la valutazione posta in essere da un soggetto indipendente circa la solidità finanziaria di una società, nonché sulla capacità di ottemperare alle obbligazioni prese nei confronti degli investitori.

In Italia questa pratica è poco diffusa, forse a causa dei costi che ne derivano (ne parlerò nel terzo capitolo), o forse a causa della non completa oggettività delle valutazioni da parte delle Agenzie di Rating, che più volte si sono lasciate intaccare dai conflitti di interesse che queste operazioni portano con sé. Delle 746 emissioni del campione, ben 523 (70%) non presentano infatti alcun rating, percentuale che aumenta se si considera solo il 2018, in cui 155 emittenti su 198 (78%) non hanno richiesto un giudizio alle Agenzie. Osservando nuovamente il campione complessivo, si nota come 62 emittenti siano state valutate come “investment grade” (ossia con un giudizio pari almeno a BBB- della scala utilizzata solitamente dalle Agenzie), presentando cioè adeguate capacità di rispettare i propri impegni finanziari; 63 società sono invece state associate ad un rating “speculative grade”, dimostrando di essere meno solide e più

vulnerabili a condizioni di incertezza economica. Questo tipo di giudizio di certo non significa che tali società siano insolventi, ma questo dato deve a mio avviso far riflettere: peggiore è la situazione finanziaria di un'impresa, più restrittive saranno le condizioni a cui essa sarà sottoposta per poter emettere un Mini-Bond, e di conseguenza minori saranno i benefici che essa trarrà dall'operazione. Se i benefici si assottigliano troppo, le aziende potrebbero valutare l'idea di non emettere in seguito nuovi Mini-Bond, ripiegando sul classico credito bancario, facendo così rallentare la crescita di questo strumento di finanza alternativa.

2.2: STRUMENTI DI GARANZIA

Ritengo ora interessante analizzare alcune tecniche finanziarie utilizzate per offrire protezione sia agli investitori che alle società emittenti di Mini-Bond, così da poter limitare i comportamenti opportunistici della controparte. Da una parte la presenza di determinate garanzie permette alle società di rendere meno rigide le caratteristiche del titolo (in particolare il tasso è solitamente leggermente più basso); dall'altra è però logico pensare che, se circa metà dei titoli con un rating sono stati valutati come "speculative", molti investitori si trovino costretti a richiedere queste "assicurazioni" per poter sottoscrivere un titolo, valutando nel complesso il Mini-Bond come uno strumento non ancora sicuro.

La prima tipologia di garanzia a sostegno di questo strumento è l'opzione, che si definisce "opzione call" quando conferisce alle imprese emittenti la facoltà di procedere al rimborso anticipato del capitale precedentemente impegnato da parte dei diversi investitori in Mini-Bond o in altri titoli obbligazionari. La presenza di questa tipologia di diritto, nel Regolamento che ne disciplina l'emissione, risulta opportuna se l'impresa confida o di potersi rifinanziare in futuro a condizioni più vantaggiose, o di ottenere flussi di cassa sufficienti ad assicurare, prima dell'effettiva scadenza dei titoli stessi, il rimborso della liquidità trasferita dagli investitori.

L'opzione si definisce "put" se è invece a favore dei possessori dei titoli obbligazionari, i quali si garantiscono la possibilità di chiedere, sotto specifiche condizioni, lo smobilizzo anticipato del capitale da loro investito, ancora prima della scadenza dei titoli stessi, così da poter salvaguardare il proprio impiego di denaro nel caso di un elevato aumento del rischio di insolvenza della società emittente.

Nel 2018 in Italia, oltre un terzo del campione analizzato dal Politecnico di Milano presenta emissioni di titoli con opzioni call + put, il 19% presenta solo l'opzione put, il 25% solo l'opzione call e il restante 14% si riferisce ad emissioni senza la presenza di questi strumenti (Figura 6).

Rispetto al campione complessivo, nell'ultimo anno si nota un discreto aumento di Mini-Bond "putable", segnale forse di una lieve diminuzione della fiducia verso questi titoli di debito o verso le società emittenti; la presenza di solo questa opzione è molto frequente per le emissioni superiori ai 5 anni da parte di grandi imprese, l'opzione call è invece più presente nelle emissioni a breve scadenza da parte delle PMI.

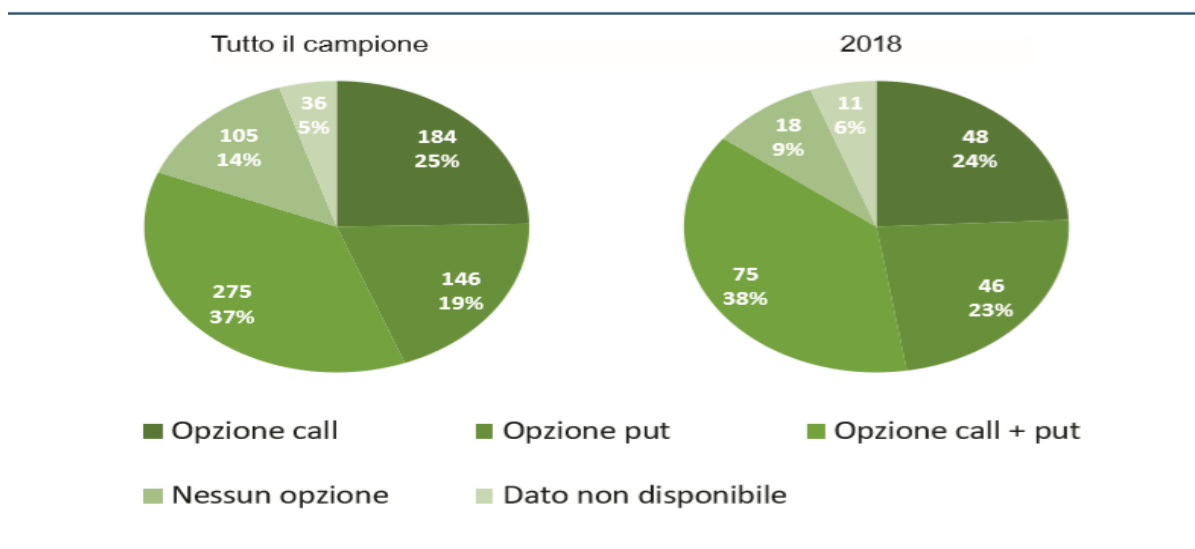


Figura 6: Presenza di opzioni call e/o put. Confronto fra il campione complessivo di 746 emissioni di Mini-Bond e il campione del 2018 (Quinto Report sui Mini-Bond, Politecnico di Milano School of Management, 2019)

Un'altra tecnica per offrire protezione agli investitori risulta essere l'utilizzo di una garanzia ad assicurazione del rischio di insolvenza, la quale permette, riducendo le asimmetrie informative, una riduzione del costo del capitale per l'emittente. I Mini-Bond che presentano questo strumento (detti "secured"), presentano solitamente ipoteche su beni, fideiussioni di soggetti terzi, pegni sui titoli azionari e privilegi sul magazzino o sulle scorte.

Il 2018 ha visto un importante aumento della presenza di garanzie, soprattutto per le emissioni di lungo termine da parte di imprese di medio-grandi dimensioni, che sono più disposte ad offrire questa modalità, anche per ridurre ulteriormente il costo del capitale rispetto a emissioni dette "unsecured". Sicuramente è artefice di ciò il crescente coinvolgimento del Fondo di Garanzia centrale dello Stato, istituito dalla Legge 662/1996, il cui compito è quello di sostenere l'accesso al credito delle PMI mediante l'utilizzo di risorse pubbliche, sostenendo le imprese durante il loro percorso di crescita economica.

L'ultima modalità con cui gli investitori sono soliti tutelarsi dai comportamenti opportunistici (e dai conflitti di interesse) delle imprese emittenti, è rappresentata dall'utilizzo di covenant,

ossia accordi tra le parti che mirano a proteggere i finanziatori dai comportamenti eccessivamente rischiosi dell'emittente. E' infatti nell'interesse dell'investitore monitorare continuamente la situazione finanziaria e patrimoniale del debitore, per evitare un peggioramento del rischio di insolvenza, ed è per questo che si esplicitano, nel Regolamento del prestito, specifiche clausole vincolanti per la società, pena il ritiro della liquidità investita, e conseguente pagamento di eventuali penali, o la rinegoziazione del finanziamento precedentemente concesso. Nei covenant di natura patrimoniale-finanziaria solitamente si devono rispettare alcuni indici di bilancio, quali l'incidenza del debito finanziario o della PFN sul totale dell'attivo e il rapporto tra MOL e interessi sul debito (coverage ratio); con i covenant non finanziari si vincola l'emittente per esempio a non cambiare la struttura della proprietà e della società (impedendo fusioni / scissioni), di compiere acquisizioni o di distribuire dividendi. E' facilmente intuibile dunque che questo tipo di strumento debba riferirsi a dati certi e oggettivi, non modificabili, al fine di evitare possibili contestazioni dalla rispettiva controparte. I covenant sono a mio avviso la più importante forma di garanzia, in quanto sono l'unico strumento con cui l'investitore può direttamente "incidere" sulla struttura amministrativa e/o finanziaria della società, e ritengo che dovrebbero dunque essere sempre presenti in queste operazioni. Nella realtà dei fatti, si nota invece come solo il 44% delle emissioni (332 su 746) presenti questo tipo di "assicurazione", lasciando dunque nella maggior parte dei casi assoluta libertà operativa alle imprese.

CAPITOLO 3

Dopo aver dunque analizzato la struttura e il funzionamento dei Mini-Bond, ci si soffermerà ora sulla loro quotazione nel mercato borsistico ExtraMOT PRO.

In questo capitolo, dopo aver brevemente introdotto le caratteristiche del principale listino in cui vengono quotati questi strumenti finanziari, mi soffermerò sugli adempimenti normativi e regolamentari necessari alla quotazione, ed infine esporrò i principali costi e benefici connessi al collocamento ed a questo tipo di operazione.

3.1: CARATTERISTICHE DEL LISTINO EXTRAMOT PRO

Il mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana nasce nel febbraio 2013, come strumento, soprattutto per le PMI, destinato ad offrire una fonte di capitale facilmente accessibile ed efficiente.

Esso è un segmento professionale del mercato ExtraMOT in cui sono ammessi alla quotazione vari strumenti finanziari (quali obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi, project bond e asset backed securities (ABS)), emessi da società di capitali, assicurazioni, cooperative ed enti pubblici.⁷

Emerge dunque che la negoziazione è consentita ai soli investitori professionali, ossia tipicamente a Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, banche, enti assicurativi, società intermediarie, fondazioni etc.

Borsa Italiana, nella presentazione del segmento ha analizzato i principali motivi che dovrebbero spingere alla quotazione su ExtraMOT PRO, sottolineandone soprattutto la flessibilità (richiede requisiti meno stringenti rispetto al mercato regolamentato), il Branding (che permette l'accesso ad investitori sia nazionali che internazionali), la sua struttura e i suoi servizi aggiuntivi, ma soprattutto l'economicità finanziaria e fiscale, con bassi costi di listing e agevolazioni tributarie.

3.2: REQUISITI ED ADEMPIMENTI PER LA QUOTAZIONE

⁷Per project bond si intende un titolo, strettamente legato ad un progetto (edilizio, infrastrutturale o di pubblica utilità), il cui rimborso è correlato al risultato finanziario che il progetto stesso riesce a creare.

L' ABS è uno strumento finanziario emesso, a fronte di un'operazione di cartolarizzazione, da una SPV (Special Purpose Vehicle), garantito da crediti ceduti o altre attività poco liquide, trasferiti solitamente da Banche all' SPV stesso.

Vi sono specifiche procedure ed operazioni che le imprese emittenti devono sostenere per poter quotare il proprio titolo in questo mercato; all' interno del Regolamento del listino ExtraMOT PRO si trovano infatti gli obblighi formativi ed i vari adempimenti a cui le imprese devono sottostare.

Per prima cosa, le società che intendono quotare il Mini-Bond sono tenute a redigere alternativamente un Prospetto Informativo o un Documento di Ammissione, nel quale si presentino le loro principali caratteristiche a livello strutturale/amministrativo e le informazioni maggiormente rilevanti circa il titolo in questione; il Prospetto deve confarsi alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004, anche se, in queste settimane, sono in atto numerose modifiche che porteranno alla formazione del nuovo Regolamento Delegato UE 2019/980 a partire dal 21 luglio 2019.

Il Prospetto, o in alternativa il Documento, deve contenere dunque tutte le informazioni, circa la società e circa lo strumento oggetto di trattazione, necessarie affinché gli investitori possano formulare un giudizio oggettivo sulla situazione economico-finanziaria dell'emittente e sul titolo stesso (persone responsabili, fattori di rischio, struttura organizzativa, situazione finanziaria e patrimoniale etc.)

Solitamente il Prospetto Informativo viene preferito dalle società di grandi dimensioni, ovvero con emissione di controvalore superiore ai 200 milioni di euro, mentre le PMI principalmente utilizzano il Documento di Ammissione, raccomandato per emissioni di taglio minore.

L'avviso 13805 del 25 giugno 2019, riporta gli obblighi che le società saranno tenute a seguire a partire dal 21 luglio 2019, per poter quotare correttamente uno strumento finanziario. Tra questi: i titoli devono essere ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato e devono essere emessi da Stati membri dell'UE; i titoli devono essere emessi da società di capitali, cooperative, mutue assicuratrici o enti (anche se sottoposti a vigilanza prudenziale, ma solo se soddisfano requisiti aggiuntivi), a condizione che abbiano depositato gli ultimi due bilanci d'esercizio, di cui l'ultimo sottoposto a revisione legale.

Per poter accedere alla quotazione nel listino ExtraMOT PRO le società dovranno poi richiedere (allegando il verbale dell'organo di amministrazione che ha approvato l'emissione) ad un soggetto autorizzato, come ad esempio Monte Titoli, la dematerializzazione dei titoli emessi, ossia la "trasformazione del certificato cartaceo in una scrittura contabile su di un registro elettronico" (Borsa Italiana), nonché l'attribuzione, a Banca d'Italia, di un codice identificativo universale ISIN (International Securities Identification Number) collegato ai titoli stessi.

Terminata questa fase, il legale rappresentante dell'emittente è legittimato a presentare, seguendo il modello messo a disposizione da Banca d'Italia, la domanda di ammissione al listino, a cui va allegato il Documento di Ammissione/Prospetto Informativo, una scheda

riepilogativa delle principali caratteristiche del titolo emesso ed una serie di informazioni circa il referente informativo e il sito Internet della società, sul quale si andranno a pubblicare, a seguito della quotazione, ulteriori informazioni circa eventuali modifiche della struttura societaria o del Mini-Bond.

3.3: COSTI E BENEFICI DEL COLLOCAMENTO E DELLA QUOTAZIONE

L'emissione di Mini-Bond, come tutte le operazioni di investimento/finanziamento, altro non è che un'analisi di fattibilità economica, e ritengo perciò necessario, a questo punto, analizzare i costi che scaturiscono dal collocamento e dalla possibile quotazione, poiché solo se questi sono inferiori ai benefici, l'operazione sarà valutata come economicamente sostenibile.

In base sia alle caratteristiche dell'impresa, sia alla complessità e alla tipologia di emissione, la società dovrà sostenere costi differenti, ma ad ogni modo è possibile delineare un'analisi delle diverse componenti che vanno a formare il costo complessivo. Oltre al tasso d'interesse pagato agli investitori, il primo fattore che influisce sul costo da sostenere è inerente alle spese legali-amministrative: la redazione di eventuali atti notarili e di contratti, la redazione, con assistenza di uno studio legale, del Prospetto Informativo/Documento di Ammissione e degli altri atti necessari alla quotazione e la certificazione del bilancio d'esercizio, che varia in base al fatturato dell'emittente, portano la società a sostenere spese tranquillamente superiori ai 40 mila euro.

La seconda fonte di costo è dovuta alla consulenza finanziaria, sia essa con un advisor (i dati mostrano una parcella media che varia tra lo 0,5% e il 2% del capitale totale collocato), con un arranger (in questo caso il costo che in media si sostiene è compreso tra lo 0,5% e l'1,5% del capitale collocato), o con l'eventuale agenzia di rating (in questo caso l'importo indicativo è variabile in base alla dimensione della società: compreso tra 15.000 e 20.000 per una PMI, intorno a € 40.000 per una società di maggiore dimensione).

Il terzo elemento è relativo alla relazione "diretta" con gli attori coinvolti; rientrano in questo campo i costi sostenuti per la richiesta del codice ISIN a Banca d'Italia (necessaria se la società intende dematerializzare il titolo), l'accentramento dei titoli presso un ente autorizzato come Monte Titoli, (in questo caso l'impresa sostiene un costo iniziale di circa 2.000 euro, a cui si aggiunge un onere annuale di 1.500 euro, che si dimezza nel caso in cui il titolo sia quotato nel listino ExtraMOT PRO), e il costo di ammissione in un listino regolamentato, il quale non appare particolarmente gravoso, aggirandosi su una cifra minima di circa 4.500 euro, variabile in modo digressivo rispetto al valore totale del collocamento (in percentuale la "fee" è compresa

tra lo 0.0025% e lo 0.1% del valore nominale del titolo). A questi fattori vanno aggiunti i costi indiretti, che derivano dalle spese per le attività di comunicazione e marketing (Investor Relations), necessarie per poter fornire in modo costante e preciso le informazioni, sia a livello strutturale (circa la società) che finanziario (circa il titolo), ai possibili investitori, e da tutte quelle attività interne all'impresa che nascono proprio in relazione all'eventuale quotazione (gestione del sito Internet, verifica delle procedure amministrative, controlli sull'efficienza delle operazioni etc..). L'azienda deve cioè rendersi trasparente, sia a livello di risultato aziendale, sia sui progetti che si intendono realizzare con i fondi recepiti, perché solo in questo modo gli investitori potranno effettuare una valutazione oggettiva sull'investimento; rilasciando queste preziose informazioni la società va così ad avvantaggiare i propri competitors, soprattutto se non hanno sostenuto lo stesso tipo di operazione e i relativi adempimenti, mettendo potenzialmente a rischio la propria posizione nel mercato.

Come già anticipato nel primo capitolo, tutti i costi di emissione appena citati sono fiscalmente deducibili, generando un miglioramento non indifferente della posizione tributaria dell'emittente; gli emittenti possono infatti dedurre, entro i limiti del 30% del proprio MOL, gli interessi passivi collegati alla remunerazione del titolo, a cui si aggiunge la possibilità di poter dedurre, ai fini del calcolo dell'IRES, tutte le spese sostenute per l'emissione e la quotazione del Mini-Bond.

Oltre a questi vantaggi fiscali, l'emissione di Mini-Bond presenta benefici sia in termini finanziari, sia in termini strategici e di marketing (brand).

Per quanto riguarda il primo tema, il collocamento dei titoli permette all'impresa di accedere a forme di finanziamento a medio-lungo termine, diversificare le fonti di finanziamento stesse (principale motivazione che ha spinto ad esempio "Cobral S.r.l" all'emissione nel 2018), e in generale ad iniziare un processo di disintermediazione dal sistema bancario, che tende poi a velocizzarsi con l'eventuale quotazione, che infatti permette di aumentare il proprio bacino di investitori, garantendosi maggiori possibilità di reperire capitali e a condizioni migliori rispetto alla "non-quotazione".

"Il mini-bond è stato il primo passo per avviare una crescita più strutturata, basata sull'innovazione tecnologica e su progetti di affiliazione nazionale e internazionale, che rafforzeranno il posizionamento della società nel mercato industriale, attirando, inoltre, l'interesse dei mercati finanziari e del mondo del private equity"; queste sono state le parole di Fulvio Furbetto, CEO di "Advice Group S.p.a", che nel 2018 ha deciso di emettere un Mini-Bond da 300.000 euro per finanziare il proprio piano di sviluppo. Questa modalità di accesso al mercato di capitale permette infatti ad ogni singola società di contrastare l'inasprimento della

normativa in tema di credito bancario e di sopperire al “credit-crunch”, ritagliandosi in maniera “tailor made” la forma di finanziamento più adatta alla propria struttura finanziaria.

L’emissione, e soprattutto la quotazione, di Mini-Bond permette inoltre alle società emittenti di aumentare il proprio “brand awareness”, ossia la visibilità del proprio marchio, sia a livello nazionale che internazionale, mediante l’accesso al mercato di capitali, ed il proprio “standing”, anche in vista di future raccolte di liquidità presso investitori. Con la quotazione, l’emittente, grazie alle conoscenze sviluppate nel corso dell’operazione, getta infatti le basi per un futuro ingresso nel private equity o per la realizzazione di operazioni di finanziamento ancora più complesse, come per esempio un IPO (Initial Public Offering). E’ interessante segnalare quindi la presenza di una sorta di cerchio nel percorso di finanziamento di una PMI: se inizialmente la società evita il credito bancario per godere di condizioni sulla carta migliori grazie all’emissione di un Mini-Bond, in seguito allo sviluppo di determinate conoscenze e skills, l’impresa decide di entrare nel mercato quotato, mettendosi nella situazione di poter ottenere finanziamenti dal sistema bancario a condizioni più vantaggiose, in nome della maggior credibilità e del nuovo status raggiunto.

A tutto ciò si aggiunge, a livello operativo, la possibilità di migliorare la propria rete relazionale, attirando a sé, oltre agli investitori, anche risorse umane qualificate da poter eventualmente inserire all’interno del proprio management.

CAPITOLO 4

Ritengo interessante, a conclusione di questo elaborato, analizzare alcuni dei collocamenti di Mini-Bond avvenuti negli ultimi anni, soffermandomi soprattutto sulle motivazioni che hanno spinto le imprese a questo tipo di operazione, nonché sui risultati ottenuti. Tratterò inizialmente il Gruppo Banca Finint, uno dei più importanti operatori italiani nel mercato di Mini-Bond, analizzando il suo processo di collocamento e due emissioni a cui ha partecipato in qualità di arranger; seguirà un approfondimento circa due società, U-Invest S.r.l. e Giglio Group S.p.a., che hanno puntato sul Mini-Bond come strumento per finanziare il proprio sviluppo 4.0. In conclusione, mi soffermerò su alcuni casi che, negli ultimi anni, hanno fatto emergere limiti e perplessità circa questo strumento.

4.1: BANCA FININT E IL RUOLO DELL' ARRANGER

Il Gruppo Finint, sin dall' introduzione dei Mini-bond nel 2012, si è distinto come uno degli attori più attivi in questo settore, contribuendo fortemente allo sviluppo di tale mercato in Italia grazie alle oltre 90 emissioni (per un totale di quasi 800 milioni di euro), e consentendo alle imprese emittenti di raccogliere le risorse finanziarie necessarie per sostenere i propri piani di crescita strategica. Finint, operatore globale sul mercato dei Mini-Bond, è stata nominata nel 2017 Team dell'anno nella categoria "Private debt" ai Financecommunity Award, a testimonianza della propria esperienza ed innovazione nel mercato di capitali, ed è riconosciuto oggi come leader italiano in materia.

Solitamente, tale operatore si presenta ai propri potenziali clienti come Arranger, mettendosi cioè al completo servizio dell'impresa, ed impegnandosi a collaborare con tutti gli attori coinvolti per poter concludere con successo l'emissione di un Mini-Bond. Il team unisce, all'esperienza ed alle capacità tecniche, una rigorosa programmazione ed uniformità di azione, agendo, durante il processo di collocamento di un titolo, in modo sistematico, elementi a mio avviso necessari per trasmettere fiducia ed affidabilità sia ai clienti che agli investitori. Il processo di collocamento si compone di due fasi, per un complessivo di nove step, riassunti in Figura 7. Banca Finint inizia l'analisi di fattibilità economica grazie ad un meeting con la società interessata ad emettere un Mini-Bond, nel quale analizza la documentazione economica-finanziaria e redige quello che viene definito "primo marketing material" (step 1: PRE-DUE DILIGENCE), per poi passare ad analizzare il mercato target, inviare il marketing material e ricevere il feedback dai potenziali investitori (step 2: SONDAGGIO CON GLI INVESTITORI). I requisiti finanziari minimi richiesti da Banca Finint per l'emissione di Mini-

Bond sono: EBITDA Margin maggiore del 5%, PFN/EBITDA minore di 5, PFN/PN minore di 2,5 ed EBITDA/Oneri Finanziari maggiore di 3.

La seconda fase si apre con il Kick-off Meeting (step 3), nel quale le due società si incontrano per analizzare la documentazione aggiuntiva, per poi finalizzare la stesura del marketing material e redigere il Business Plan ed ottenere un'eventuale Rating (step 4: STRUTTURAZIONE).

Segue poi l'invio di tutta la documentazione agli investitori interessati, i quali spesso richiedono degli incontri con la Banca e la società stessa, e comitati per finalizzare l'operazione (step 6: DUE DILIGENCE), e in caso di esito positivo si procede con l'incarico allo Studio Legale associato di redigere i contratti di sottoscrizione, il Regolamento del prestito e l'eventuale Documento di Ammissione (step 7).

Dopo l'incarico alla Banca Agente, l'ottenimento del codice ISIN e l'apertura del conto corrente, segue l'eventuale quotazione in sinergia con Banca d'Italia (step 8) e l'adempimento delle documentazioni notarili; il processo si conclude con il CLOSING (step 9), nel quale, dopo aver verificato le condizioni sospensive, si firmano i contratti e si giunge al settlement dell'operazione, con incasso ed emissione dei titoli.

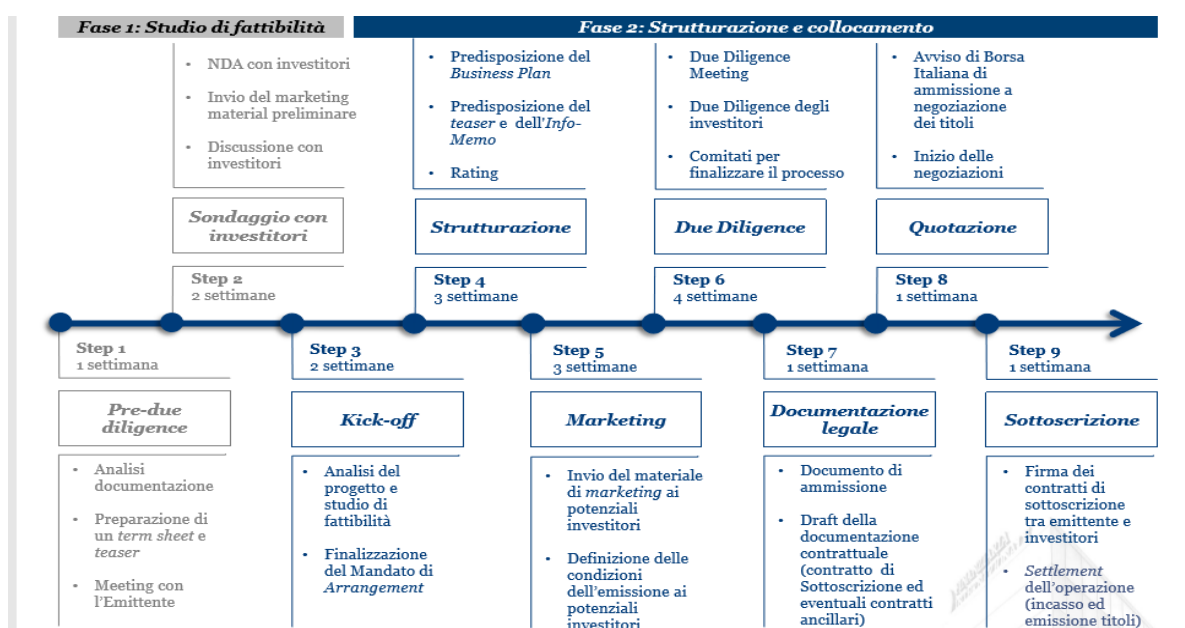


Figura 7: I 9 step del processo di collocamento di un Mini-Bond secondo il Gruppo Banca Finint (Banca Finint, 2018, a cura di Simone Brugnera e Andrea Crespan)

Un altro fattore che ha contribuito al successo di Finint in questo mercato, risulta essere la propensione a collaborare solamente con aziende vocate all'internazionalizzazione e con chiari piano di sviluppo, non consentendo l'emissione di titoli per il mero rifinanziamento dei debiti

finanziari già esistenti. In proposito, il caso “GPI S.p.a.”, sia per l’ammontare del titolo che soprattutto per gli straordinari risultati ottenuti, rappresenta a mio avviso uno dei progetti più importanti ha cui ha preso parte il Gruppo, facendo emergere tutti gli aspetti positivi che il Mini-Bond offre. GPI, sviluppatrice di servizi informatici e software per il mondo sanitario e socio-assistenziale, ha sostenuto un percorso di sviluppo fondato sul mercato di capitali, il quale ha portato la società, nel giro di circa 5 anni, a quasi triplicare il proprio fatturato e il proprio EBITDA. La società ha infatti emesso 4 Mini-Bond dal 2013 ad oggi, a cui ha aggiunto operazioni di “private equity”, generando nel complesso quasi 60 milioni di euro di valore totale, e garantendosi così la possibilità di guadagnare quote sia nel mercato nazionale che soprattutto in quello internazionale. Il titolo da 15 milioni di euro emesso nel 2016 (con un tasso del 4,30%), la successiva fusione con “CAPITAL FOR PROGRESS 1 s.p.a.c.” (quotata a Piazza Affari dall’agosto 2015, raccogliendo oltre 51 milioni di euro da investitori italiani ed internazionali), e la quotazione in AIM ITALIA, hanno infatti permesso alla società trentina di ottenere la liquidità necessaria per poter finanziare il proprio programma di internalizzazione all’estero, incrementando di conseguenza la propria quota di esportazioni. GPI ha poi ottenuto il rating A3.1 dal Cerved Rating Agency, ricadendo nell’area della sicurezza e venendo definita come un’azienda con un rischio di credito basso e con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Questa serie di operazioni finanziarie ha, come detto, aiutato GPI a passare da circa 59 milioni di euro a circa 180 milioni di euro di fatturato, con un risultato netto quasi triplicato da 2,8 milioni a 8,20 milioni. (Figura 8)

€/mln	2013	2014	2015	2016	2017
Fatturato	58,72	73,87	98,16	136,10	179,91
EBITDA	10,53	12,28	16,27	21,91	25,94
EBITDA %	17,93%	16,62%	16,57%	16,1%	14,38%
Risultato netto	2,80	2,58	2,31	6,49	8,20
PFN/EBITDA	1,58x	2,00x	2,29x	0,45x	1,97x

Figura 8: principali indici di GPI S.p.a. durante il percorso di sviluppo (Banca Finint)

La propensione ad innovarsi, in un mercato già di suo innovativo, è stata, a mio avviso, un ulteriore elemento alla base del successo del Gruppo, portando Finint a strutturare una nuova tipologia di emissione, a sostegno delle realtà più piccole. Mi sto riferendo al “basket bond”, ossia un’emissione contestuale di obbligazioni, che ha permesso ad alcuni pool di aziende di soddisfare le proprie necessità di finanziamento a medio-lungo termine con un metodo alternativo al credito bancario. Un’operazione degna di nota in questa sede risulta essere l’emissione ad opera della maggior parte delle società associate al “Consorzio Veneto Viveracqua”. Tra il 2014 ed il 2016, tali imprese hanno infatti emesso, in due tranche, Mini-Bond per un valore complessivo di circa 227 milioni di euro, sottoscritti dalla SPV “Viveracqua Hydrobond S.r.l”, ovvero una società appositamente costituita “per veicolare attività finanziarie cedute da terzi, con lo scopo di effettuare una cartolarizzazione”.

L’ SPV, dopo aver sottoscritto i titoli emessi da ogni singola impresa interessata, ha emesso due serie di titoli ABS pro rata e “pari passu”, ossia con parità di trattamento, garantendosi così la liquidità necessaria per sostenere l’operazione. Veneto Sviluppo, con una garanzia di 6 milioni di euro (credit enhancement), e tutte le società emittenti, formando una riserva di cassa collettiva, hanno aiutato la SPV nel rimborso, garantendo nel complesso quasi il 20% dell’emissione totale. Il portafoglio della prima serie, composto da 8 titoli, presenta un valore complessivo di 150 milioni, scadenza ventennale, WAL (weighted average life) di 11,5 anni, con una cedola del 4,2%. Ad esso si sono aggiunti, nel 2016, altri 5 Mini-Bond, formando la seconda serie con durata di 18,5 anni, WAL di 10 anni, un valore complessivo di 77 milioni di euro e un tasso cedolare del 3,6%, diminuito soprattutto grazie alla maggior frammentazione del portafoglio stesso e all’aumento delle garanzie emesse.

Come detto più volte nel corso di questo elaborato, il credit crunch, ed in generale le limitazioni del sistema bancario alle società di piccola dimensione, sono due dei principali motivi che spingono le PMI all’ emissione di Mini-Bond; è stato proprio questo il motivo, secondo il Presidente di Viveracqua, che ha spinto alla sinergia piccole realtà che singolarmente non avrebbero raggiunto l’interesse degli investitori. Questa innovativa operazione finanziaria permetterà infatti di realizzare progetti infrastrutturali per oltre 300 milioni di euro, che porteranno benefici, economici e non, anche alla comunità (fornitori di infrastrutture, lavoratori, utilizzatori finali dei servizi etc..). Da questo caso risalta infine quanto già descritto nel primo capitolo circa la localizzazione geografica delle società più attive sul mercato dei Mini-Bond: è il nord Italia (in questo caso la regione Veneto) la figura economicamente più dinamica e reattiva alle innovazioni, e non stupisce dunque che la prima operazione di cartolarizzazione di Mini-Bond sia avvenuta proprio qui, andando ad aumentare quel gap, tra settentrione e meridione, che sta di anno in anno aumentando.

4.2: INDUSTRIA 4.0 E MINI-BOND: I CASI “U-INVEST” E “GIGLIO GROUP”

La quarta rivoluzione industriale si è da qualche anno affacciata anche in Italia, e sempre più imprese hanno deciso di abbracciare questo cambiamento, migliorando a livello tecnologico la propria produzione ed in generale intraprendendo un processo di digitalizzazione volto a rendere più efficiente l'intera struttura. Per finanziare queste tipologie di investimento, molte imprese hanno deciso di ricorrere al Mini-Bond, valutandolo come uno strumento più idoneo, rispetto al tradizionale credito bancario, per reperire la liquidità necessaria al proprio sviluppo economico, digitale ed infrastrutturale. Ne è un esempio il titolo emesso da “U-Invest S.r.l.”, in collaborazione con “Unicredit S.p.a.”, che ha portato, nelle “casse” dell'azienda piemontese, 10 milioni di euro, da utilizzare, in parte per il rifinanziamento dell'attuale debito societario a breve e medio-lungo termine, e in parte per sostenerne i piani d'investimento.

U-Invest, detentrica dei marchi U-Power (sponsor tra l'altro della società “Atalanta Bergamasca calcio S.p.a.” per la stagione 2019-2020), Jallatte, Aimont e Lupos, è ad oggi leader nel settore della produzione e commercializzazione di scarpe antinfortunistiche, vantando “una posizione di leadership europea (quota di mercato europea 10%, leader in Italia con oltre il 20% e in Francia con il 18%)” (Comunicato Stampa Unicredit S.p.a. 19 luglio 2018). La società ha recentemente deciso di allargare il proprio business all'abbigliamento di sicurezza, oggi in fase di grande sviluppo, ed è riuscita, spingendo su comodità ed estetica dei prodotti (rispettando comunque le vigenti norme impositive), ad aumentare la propria influenza in un mercato che, tra il 2012 e il 2016, è cresciuto, con un tasso medio di circa il 10%, da 850 milioni a 1.2 miliardi di euro.

Il prestito obbligazionario in questione presenta una durata di 4 anni, una cedola annuale variabile dell'1,90% + Euribor a 3 mesi, attestandosi, proprio grazie alla posizione che la società ha guadagnato nel mercato mondiale, di molto sotto la media dei rendimenti presentata e discussa nel secondo capitolo. La modalità di rimborso scelta è di tipo bullet e gli interessi sono corrisposti trimestralmente, ed il prestito è stato erogato contestualmente ad un finanziamento “amortizing” della durata di 5 anni.

Pier Franco Uzzeni, Amministratore Unico, ha così commentato l'operazione: *“fin dalle origini del nostro gruppo che risalgono al lontano 1950, abbiamo sempre puntato alla qualità nella tecnologia e l'essere costantemente innovativi è divenuta la modalità abituale da noi adottata per soddisfare la clientela in qualità di fornitore non solo di scarpe per la sicurezza ma più propriamente di soluzioni industriali che combinino sicurezza, comodità e eleganza per il tempo libero. Proprio per questo motivo abbiamo fatto una scelta innovativa anche dal punto*

di vista della tipologia di finanziamento utilizzando uno strumento come il "Mini-Bond", usato nei principali mercati internazionali." (Comunicato Stampa Unicredit S.p.a. 19 luglio 2018).

Un'altra operazione degna di nota risulta essere quella realizzata da Giglio Group S.p.a.. Costituita inizialmente come S.r.l. nel 2003, oggi Giglio è un network televisivo multimediale attivo nella produzione, vendita e diffusione di contenuti audiovisivi e servizi tecnologici, presente sul mercato come società di e-commerce 4.0. La società grazie a numerose operazioni di acquisizione, è riuscita a presentarsi come network globale, raggiungendo oltre all' Europa, anche gli USA e la Cina, gestendo, grazie ai propri canali di vendita online, i canali di distribuzione di numerosi clienti (Zalando, Saldi Privati etc..) e, allo stesso tempo, acquistando direttamente gli stock di prodotti da clienti di alta moda da trasferire poi ai venditori specializzati. Per finanziare il proprio sviluppo, nel marzo 2016 il Gruppo ha emesso un Mini-Bond, quotato su ExtraMot Pro, per un valore di 3.5 milioni di euro, con durata di 6 anni e con un tasso di interesse del 5,4%, perfettamente in linea con le medie degli ultimi anni; contrattualmente sono poi stati inseriti i seguenti covenants: PFN/EBITDA minore di 3,5, PFN/PN minore di 2,0 e EBITDA/OF maggiore di 5,0. L'obiettivo era quello di ottenere la liquidità necessaria all'acquisizione della società MF Fashion S.p.a., uno dei maggiori distributori B2B nel commercio online. E' a mio avviso prematuro trarre delle conclusioni circa i risultati di questa operazione; nel 2016 il fatturato è più che raddoppiato (da circa 14 milioni di euro a oltre 34 milioni), così come l'EBITDA, e l'utile netto è quasi triplicato. Giglio prevede di concludere il progetto di sviluppo nel 2019/2020, per questo a mio avviso, i dati dei bilanci consolidati 2017 e 2018 vanno analizzati con cautela. Nel 2017 si nota un raddoppio del fatturato, grazie anche all'acquisizione di altre società, ma un crollo dell'utile di esercizio (da 1.3 milioni a 44 mila euro), mentre nel 2018, anche a causa di un'operazione di "translisting", i ricavi complessivi sono scesi a circa 38 milioni di euro, con una perdita di 8 milioni. Nel 2018 si rileva inoltre la modifica dei covenants del Mini-Bond, passati a PFN/EBITDA minore di 4.0, PFN/PN minore di 2,0 e EBITDA/OF maggiore di 5,0, primo segnale del peggioramento della posizione finanziaria della società. L'indice PFN/EBITDA esprime infatti in quanti anni teoricamente l'azienda sarebbe in grado di ripagare i debiti finanziari se utilizzasse la totalità dei suoi flussi operativi "potenziali" (il MOL appunto) per tale finalità; a livello ottimale tale indicatore dovrebbe essere inferiore o uguale a 3, mentre un valore vicino a 5 indica una situazione molto rischiosa. Questo covenant è stato dunque modificato per facilitare l'operatività di Giglio, la quale, per i motivi da me citati, ha incontrato un leggero peggioramento della propria solidità finanziaria.

Come detto, in questi anni il Gruppo, sta sostenendo, sia sul piano economico che su quello finanziario, molteplici operazioni (acquisizioni, finanziamenti, quotazione, cambio di listino

etc.), rendendo difficile e prematura una valutazione sui risultati ottenuti dall'emissione del Mini-Bond, nonostante i maggiori indici economici sia in crollo (Figura 9). Al di là dei risultati ottenuti, si può affermare con certezza che un'altra società radicata nel nord Italia, anche se attualmente sviluppata in tutto il mondo, ha deciso di finanziare la propria crescita 4.0, che ha come parola d'ordine l'innovazione, utilizzando proprio uno dei nuovi strumenti di finanza "alternativa/innovativa".

Principali voci di bilancio	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Attivo netto	45.753.000	77.404.000	68.274.000
Capitale sociale	2.964.000	3.208.000	3.208.000
Fatturato	34.315.000	78.031.000	37.912.000
Costo del personale	1.427.000	3.208.000	3.653.000
Utile/Perdita	1.325.000	44.000	-8.264.000
- +A riserve/-Distr. riserve	ND	ND	-
- Altre distribuzioni	ND	ND	-
- Ammortamenti anticipati	ND	ND	-
- Dividendi	ND	ND	-

Principali indicatori di bilancio	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
ROE	10,4	0,3	-98,3
ROA	5,9	1,1	-0,4
MOL/Ricavi	24,3	8,6	-0,2
ROI Cerved	7,5	0,8	-0,6
ROS	7,9	1,1	-0,6

Figura 9: Principali dati del bilancio consolidato di Giglio Group s.p.a. dal 2016 al 2018 (Cerved)

4.3: I PROBLEMI DI REGOLAMENTAZIONE: I CASI "FERRARINI" E "LC&F"

Di fianco a queste operazioni di successo, vanno però citate quelle emissioni che, contrariamente a quanto pianificato, hanno condotto le società in seri problemi finanziari, mettendone in pericolo la solvibilità: sono almeno una decina le società emittenti che negli ultimi due anni, hanno presentato domanda di concordato preventivo⁸ ("Giplast Group S.p.a.", "SEA S.p.a." e "D'Amante S.p.a.", "Pasta Zara S.p.a." etc.), contribuendo in parte al rallentamento dello sviluppo del mercato. Mi soffermo dunque su due "scandali" avvenuti recentemente, i quali hanno contribuito a ridurre la fiducia degli investitori verso il Mini-Bond, causando ingenti perdite per i sottoscrittori. In proposito, "Ferrarini S.p.a.", emittente nel 2015 e nel 2016 di due titoli per un valore totale di oltre 35 milioni di euro e scadenza 2020, è stata ad un passo dal fallimento, ma, presentando domanda di concordato preventivo a causa degli

⁸ Per concordato preventivo s'intende la procedura di diritto fallimentare italiano a cui il debitore (imprenditore, società od ente) può ricorrere per tentare di risanare la sua posizione, sia attraverso la continuazione dell'attività sia per liquidare il proprio patrimonio, evitando così il fallimento.

oltre 300 milioni di euro di debiti contratti, potrà continuare la propria attività. Saranno le Banche, i fornitori e gli obbligazionisti (i sottoscrittori dei due Mini-Bond potranno rifarsi solamente sul 17,5% del valore totale) a farne le spese, per quasi 200 milioni euro. Al di là di tutte le anomalie contabili che i periti hanno ritrovato, e che fanno inevitabilmente pensare alla “frode” (scomparsa di una riserva di liquidità di circa 18 milioni di euro, erronee svalutazioni e rivalutazioni etc.), si segnala come la mancanza di una regolamentazione adeguata, e soprattutto delle garanzie presentate nel capitolo 2, rendano a mio avviso il Mini-Bond uno strumento ancora molto rischioso. Il Rating assegnato ha lasciato in questo caso qualche dubbio, in quanto la società era valutata da Cerved, al momento dell’emissione, come solvibile e con un rischio di credito relativamente contenuto (categoria B 1.2). Un ulteriore fatto che ritengo opportuno segnalare è la motivazione che aveva portato la società all’emissione; il parziale rifinanziamento della posizione debitoria, avrebbe a mio avviso dovuto porre maggiori interrogativi agli investitori, portando ad analisi più approfondite circa la reale solidità finanziaria di Ferrarini.

Non si può, per concludere, che citare lo scandalo di “LC&F Plc”, che è, da qualche mese, sotto i riflettori per aver truffato gli oltre 11 mila investitori che ne avevano sottoscritto il Mini-Bond, per un valore totale di circa 240 milioni di sterline. L’operazione si fonda su “buco nero” della normativa, che ha permesso, alla società londinese, di promuovere i propri titoli come prestito e non come investimento, evitando così numerosi obblighi formali. Secondo quanto riportato dal Financial Times e dalla BBC, la società inglese si era infatti affidata ad un’agenzia specializzata per la “promozione” e le attività di marketing connesse a questa operazione di “lending”, offrendo loro circa il 25% (60 milioni di sterline) del valore totale del titolo. In queste pubblicità, si faceva chiaro riferimento ad una cedola dell’8% (molto elevata e quindi molto invitante per gli investitori), e, illegittimamente, ad una serie di vantaggi fiscali tax-free (ISAs). Secondo quanto riportato nell’ “ISA Regulations”, i bond per poter beneficiare di questi benefici fiscali, devono necessariamente essere trasferibili, caratteristica non presente per il titolo di LCF, probabilmente per evitare di redigere il “Prospectus Regulations”, ovvero quel documento necessario per poter emettere “transferable securities”. Questo doveva essere, a mio avviso, il primo campanello d’allarme per gli investitori professionali, a cui è richiesto di conoscere la legislazione in materia, e che avrebbero dunque dovuto notare la mancanza di questa caratteristica, rendendo inefficaci i vantaggi fiscali promossi da questa operazione. Ciò non è accaduto, ed anzi la possibilità di fruire di vantaggi fiscali si è rilevata essere uno degli elementi cardine di questa “frode”, attirando come detto migliaia di investitori. Questa operazione era stata, ad ogni modo, autorizzata dalla “Financial Conduct Authority (FCA), ente regolatore del mercato, che si impegna a garantire correttezza e sicurezza nei mercati finanziari,

spingendo quindi gli investitori a fidarsi circa la solvibilità e la validità dell'investimento. Questi finanziamenti (e di conseguenza il rischio) dovevano essere, sulla carta, suddivisi tra centinaia di società sotto forma di prestiti, ma nella realtà dei fatti sono stati trasmessi a solo una decina di società (molte delle quali legate al management di LCF), e sono stati usati per investimenti tutt'altro che remunerativi (un elicottero, un terreno nella Repubblica Dominicana etc.). Nonostante numerosi analisti, già dal 2016, avessero avvertito i propri clienti e gli enti regolatori, solo nel dicembre 2018 l'FCA ha pubblicamente fermato le transazioni circa questo titolo, generando ulteriori interrogativi sull'operato delle autorità finanziarie, nonché sulla loro affidabilità.

Queste tipologie di “truffa” sono ormai all'ordine del giorno, ma quello che a mio avviso non può essere accettato, è l'autorizzazione che FCA aveva concesso all'emissione di questi titoli, forse a causa di controlli insufficienti, causando oggi sfiducia verso il Mini-bond come strumento “tout court”, ed in genere verso ogni tipologia di investimento finanziario. L'altro grande problema che risalta da questa operazione è, ancora una volta, la mancanza di una regolamentazione adeguata e di ulteriori garanzie per i creditori; proprio FCA, in risposta a questi fatti, ha dichiarato *“issuing mini bonds is not a regulated activity, just as is typically the case with other corporate bonds. This means investors are unlikely to have access to the FSCS (Financial Services Compensation Scheme) in the event the firm is declared in default.”* Se a queste criticità si aggiunge l'illiquidità che il titolo presenta, a causa del suo essere non trasferibile (e quindi da detenere fino alla maturità), il Mini-Bond appare, nonostante il suo buono sviluppo, non ancora pronto alla completa consacrazione come strumento sicuro.

Come è facile immaginare, LCF è ad oggi in liquidazione (e si presume che solo il 20% del finanziamento complessivo verrà ripagato), ma anche FCA è sotto vigili controlli da parte di enti “indipendenti”.

CONCLUSIONI

Nonostante un avvio non facile, i Mini-Bond si sono guadagnati, negli ultimi anni, una posizione rilevante all'interno del complesso di operazioni finanziarie volte all'ottenimento di capitale, permettendo così, sia alle grandi imprese che alle PMI, di mettere in atto una moltitudine di operazioni senza ricorrere all'utilizzo del tipico credito bancario.

Se inizialmente infatti tali strumenti venivano prettamente utilizzati per il rifinanziamento delle passività di società in difficoltà, oggi essi vengono scelti soprattutto per garantire all'emittente la liquidità necessaria al sostenimento di un'acquisizione di un ramo d'azienda, per finanziare il proprio sviluppo o per processi di internazionalizzazione, generando al contempo benefici strategici e in termini di marketing.

Nonostante si collochino in un mercato target di aziende non quotate, principalmente del nord Italia e con un fatturato di media dimensione, i Mini-Bond hanno a mio avviso un elevato potenziale di sviluppo, ma tutto dipenderà da come verranno trattate le criticità che nel corso di questo elaborato ho fatto emergere. Primo tra tutte, è a mio avviso l'ingente mole di costi che una PMI deve sostenere per il collocamento, a cui vanno poi aggiunti quelli inerenti l'eventuale quotazione, formando un ammontare complessivo tranquillamente superiore ai 100 mila euro (a cui si deve sommare la corresponsione degli interessi passivi ed una serie di costi indiretti generati da tale operazione); perché lo strumento decolli, devono essere aggiunti maggiori incentivi per ridurre i costi e gli interessi, magari, come proposto dal dr. Gian Luca Santi del Gruppo Unipol, rendendo lo Stato partecipe, garantendo in tutto o in parte, l'operazione, come hanno iniziato a fare le regioni: Veneto, Campania e Puglia.

Il procedimento poi, oltre ad essere dispendioso, è anche molto complesso e richiede numerosi adempimenti (si stima circa tra le 5 e le 10 settimane per concludere l'operazione), spingendo le PMI a cercare altre forme di finanziamento, o a ricorrere al credito bancario, nonostante presenti maggiori vincoli.

L'opacità informativa e la poca trasparenza, colmate in parte dalla quotazione, sono un altro punto dolente per gli investitori, i quali, fidandosi sempre meno delle Agenzi di Rating, e non avendo totale certezza della veridicità dei dati di bilancio, si trovano a fare selezione tra le varie emittenti, che ad oggi sono comunque un pool piuttosto ristretto. Un'interessante opportunità proposta dal Quinto Report sui Mini-bond del Politecnico di Milano, risulta essere allora la possibilità di aprire, inizialmente solo per una parte minoritaria del collocamento, la sottoscrizione di titoli anche al pubblico dei "piccoli risparmiatori", permettendo così un ulteriore sviluppo di questa operazione, nonché la nascita di un potenziale mercato secondario, che faccia aumentare i flussi di liquidità investita, e di conseguenza la domanda e l'offerta di

titoli. Tutto ciò potrebbe rendere il mercato più efficiente, generando nuove IPO e ampliando l'insieme di aziende su cui investire.

La scarsa regolamentazione, e le insufficienti garanzie contrattuali, sono state causa, in Italia ed in Europa, di vere e proprie frodi, spingendo le società o a aggirare le normative, o a sfruttare la posizione sfavorevole degli investitori, che nella realtà dei fatti si trovano a correre un rischio per nulla diversificato o assicurato; il miglioramento delle regolamentazioni e delle garanzie è, a mio avviso, il primo elemento su cui lavorare. Da questo punto di vista, gli ultimi decreti emessi hanno cercato di introdurre nuovi miglioramenti, soprattutto grazie all'introduzione di vantaggi fiscali e dei PIR, che dovrebbero favorire l'afflusso di liquidità tra le PMI, ma ad oggi due nuovi potenziali "avversari" si pongono ai Mini-Bond: il direct lending e l'equity crowdfunding, il quale, replicando gli effetti di un IPO a costi contenuti, sta sempre più prendendo piede in Italia.

BIBLIOGRAFIA

- BANCA FININT MINIBOND, 2019. *Best cases* [online]. Treviso. Disponibile su: <https://www.minibond.tv/it/cases.php> [Data di accesso: 30/07/2019].
- BEBEEZ, 2016. *I gestori di Viveracqua piazzano altri 77milioni euro di HydroBond*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://bebeez.it/2016/01/20/gestori-di-viveracqua-piazzano-altri-77-mln-euro-di-hydrobond/> [Data di accesso: 30/07/2019].
- BINHAM C., 2019. *LCF savings scheme channelled millions to chief before collapse* [online]. Londra: Financial Times. Disponibile su: <https://www.ft.com/content/670ab2d8-4fc3-11e9-9c76-bf4a0ce37d49> [Data di accesso: 1/08/2019].
- BORSA ITALIANA, 2014. *ExtraMOT PRO-il mercato per le corporate italiane* [online]. Milano. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/segmento-professionale/extramot-pro/checosaeextramotpro/checosaeextramotpro.htm> [Data di accesso: 30/07/2019].
- BORSA ITALIANA, 2013. *ExtraMOT PRO - il mercato per i nuovi strumenti di debito delle PMI italiane* [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/extramotpro.htm> [Data di accesso: 29/07/2019].
- BORSA ITALIANA, 2019. *Extramot Regolamenti*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/extramot/extramot.htm> [Data di accesso: 30/07/2019]
- BORSA ITALIANA, 2017. *Mini bond cosa sono e come sono disciplinati* [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/strumenti/cosa-sono-i-minibond.htm> [Data di accesso: 30/07/2019].
- BORSA ITALIANA, 2019. *Rating: significato e funzionamento delle Agenzie di Rating*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm> [Data di accesso: 29/07/2019].
- BORSA ITALIANA, 2018. *Le opzioni: definizioni e funzionamento*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opzioni.htm> [Data di accesso: 29/07/2019].

BORSA ITALIANA, 2019. *Avviso 13805 ExtraMot*. [online]. Milano. Disponibile su: https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/avvisi/avviso13805extramot_pdf.htm [Data di accesso: 30/07/2019].

BRUGNERA S., CRESPIAN A., 2018. *Strumenti alternativi di finanziamento per le imprese*. [online]. Vicenza: Gruppo Banca Finint. Disponibile su: https://www.neafidi.it/wp-content/uploads/2018/07/Presentazione-NEAFIDI-Giugno-2018_v3.pdf [Data di accesso: 29/07/2019].

CHEN J., 2019. *Weighted Average Life (WAL)*. [online]. Disponibile su: <https://www.investopedia.com/terms/w/weightedaveragelife.asp> [Data di accesso: 31/07/2019].

CERVED RATING AGENCY, 2019. *Metodologia per il rating di emissione*. [online]. Milano. Disponibile su: https://ratingagency.cerved.com/sites/ratingagency.cerved.dev/files/20190628_CRA%20-%20Metodologia%20rating%20emissione_0.pdf [Data di accesso: 30/07/2019].

CERVED, 2019. *Report aziende, recupero crediti e studi di settore* [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.cerved.com/it> [Data di accesso: 30/07/2019].

CONEY J., 2019. *LCF scandal highlights mini-bonds' failings* [online]. Londra: Financial Adviser. Disponibile su: <https://www.ftadviser.com/opinion/2019/04/10/lcf-scandal-highlights-mini-bonds-failings/?page=2> [Data di accesso: 1/08/2019]

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. 2019. *London capital and finance plc* [online]. Londra. Disponibile su: <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/london-capital-and-finance-plc-enters-administration> [Data di accesso: 31/07/2019].

GIGLIO GROUP S.P.A., 2017. *Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2016*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.giglio.org/wp-content/uploads/2017/10/RelazioneFinanziariaAnnuale31Dicembre2016.pdf> [Data di accesso: 31/07/2019].

GIGLIO GROUP S.P.A., 2018. *Relazione finanziaria annuale e consolidata al 31 dicembre 2017*. [online]. Milano. Disponibile su: [https://www.giglio.org/wp-content/uploads/2017/uploadsserver/GG%20-%20Bilancio%20consolidato%20e%20d'esercizio-%2031%2012%202017%20.compressed\[1\].pdf](https://www.giglio.org/wp-content/uploads/2017/uploadsserver/GG%20-%20Bilancio%20consolidato%20e%20d'esercizio-%2031%2012%202017%20.compressed[1].pdf) [Data di accesso: 31/07/2019].

GIGLIO GROUP S.P.A., 2019. *Relazione finanziaria annuale e consolidata al 31 dicembre 2018*. [online]. Milano. Disponibile su: https://www.giglio.org/wp-content/uploads/2017/uploadserver/Relazione_Finanziaria_Annuale_e_Consolidata_2018.pdf [Data di accesso: 31/07/2019].

GONCALVES, P., 2019. *UK watchdog to be investigated over collapse of £230m mini-bond firm LC&F* [online]. Londra: International Investment. Disponibile su: <https://www.internationalinvestment.net/news/4001622/uk-watchdog-investigated-collapse-gbp230m-mini-bond-firm-lc> [Data di accesso: 1/08/2019].

LANDI G., COLANTONIO D., SORIANI M., 2015. *Mini-Bond – Strumenti di debito alternativi*. [online]. Milano: Anthilia Capital Partners Sgr s.p.a. Disponibile su: https://privatecapital.anthilia.it/wp-content/uploads/sites/4/2017/11/libro_minibond.pdf [Data di accesso: 28/07/2019].

MINIBONDITALY.IT, 2019. Milano. *Barometro sui Mini-Bond al 31.12.2018* [online]. Disponibile su: <https://www.minibonditaly.it/approfondimento/barometro-minibond-market-trends-dati-aggiornati-al-31122018.html> [Data di accesso: 28/07/2019].

MINIBONDITALY.IT, 2018. Milano. *Barometro sui Mini-Bond al 31.12.2017* [online]. Disponibile su: <https://www.minibonditaly.it/approfondimento/barometro-minibond-market-trends-dati-aggiornati-al-31122017.html> [Data di accesso: 28/07/2019].

OSSERVATORIO SUI MINI-BOND, 2018. *4° Report italiano sui Mini-Bond* [online]. Milano: Politecnico di Milano-Dipartimento di Ingegneria Gestionale. Disponibile su: <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti> [Data di accesso: 27/07/2019].

OSSERVATORIO SUI MINI-BOND, 2019. *5° Report italiano sui Mini-Bond* [online]. Milano: Politecnico di Milano-Dipartimento di Ingegneria Gestionale. Disponibile su: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=A19B5C58187DD443B2C85FAC9ACE309C> [Data di accesso: 27/07/2019].

PALETTA A., NAPOLI M., TALAMANCA A., 2015. *Mini-Bond strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*. I edizione. Roma: Aracne editore internazionale S.r.l. Capitoli: I, II, III, VI.

PALMER T., 2019. *London Capital & Finance: £236m firm collapses*. [online]. Londra: BBC News, Disponibile su: <https://www.bbc.com/news/uk-england-47454328> [Data di accesso: 1/08/2019].

PAVESI F., 2019. *Prosciutti Ferrarini, il salvataggio del vicepresidente di Confindustria lo pagheranno i creditori*. [online]. Disponibile su: <https://www.ilfattoquotidiano.it/in-edicola/articoli/2019/04/03/ferrarini-il-salvataggio-lo-pagheranno-i-creditori/5082646/> [Data di accesso: 31/07/2019].

PEZZUTTO A., 2019. *I mini-bond: uno strumento di finanziamento alternativo per le PMI* [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.tidona.com/i-mini-bond-uno-strumento-di-finanziamento-alternativo-per-le-pmi/> [Data di accesso: 29/07/2019].

PIATTAFORMAPMI, 2014. *Il decreto destinazione italia*. [online]. Roma. Disponibile su: <http://www.piattaformapmi.it/mini-bond-decreto-destinazione-italia.asp> [Data di accesso: 27/07/2019].

REGIONE CAMPANIA, 2019. *Sostegno alle piccole e medie imprese, dalla Regione in arrivo i Mini-bond*. [online]. Napoli. Disponibile su: <http://www.regione.campania.it/regione/it/news/primo-piano/sostegno-alle-piccole-e-medie-imprese-dalla-regione-in-arrivo-i-minibond> [Data di accesso: 15/08/2019].

REGIONE PUGLIA, 2018. *In Puglia il Mini-bond per le piccole e medie imprese*. [online]. Bari. Disponibile su: http://www.regione.puglia.it/assets/-/asset_publisher/ci0Qj9xxHeH5/content/in-puglia-il-minibond-per-le-piccole-e-medie-imprese/3728079 [Data di accesso: 15/08/2019].

RICCI, N., 2017. *Accesso al credito: Guida ai Mini-bond* [online]. Roma. Disponibile su: <https://www.pmi.it/economia/finanziamenti/approfondimenti/111477/minibond-come-funzionano.html> [Data di accesso: 27/07/2019].

Rossi E., 2016. *Le società veicolo – Special Purpose Vehicle (SPV)*. [online]. Disponibile su: <https://www.linkedin.com/pulse/le-societ%C3%A0-veicolo-special-purpose-vehicle-spv-elisa-rossi> [Data di accesso: 30/07/2019].

RUSSO M., TRONCONI C., 2016. *Giglio Group: interamente sottoscritto il Mini-Bond “Giglio Group S.p.a. -5,4% 2016-2022”*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.giglio.org/wp-content/uploads/2017/10/44-cs-Giglio-Group-sottoscrizione-del-minibond-GiglioGroup-Spa1.pdf> [Data di accesso: 31/07/2019].

SANTI G., 2013. *Indagine sugli strumenti finanziari a sostegno della crescita* [online]. Roma. Disponibile su: <https://www.camera.it/temiap/allegati/leg17/Slides%20Unipol.pdf> [Data di accesso: 31/07/2019].

THOMPSON B., BINHAM C. , 2019. *Regulators in spotlight over mini-bond scandal* [online]. Londra: Financial Times. Disponibile su: <https://www.ft.com/content/f1efe506-4c7d-11e9-bbc9-6917dce3dc62> [Data di accesso: 1/08/2019]

UNICREDIT MEDIA RELATIONS, 2018. *UniCredit sottoscrive minibond da 10 milioni di euro con U-Invest*. [online]. Milano: Unicredit s.p.a. Disponibile su: <https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases/2018/unicredit-sottoscrive-minibond-da-10-milioni-di-euro-con-u-inves.html> [Data di accesso: 31/07/2019].

Zenit Sgr. 2017. *Progetto Mini-Bond Italia, Relazione semestrale al 30 giugno 2017*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.zenitonline.it/wp-content/uploads/2017/09/2017-RELAZIONE-SEMESTRALE-FONDO-PMI.pdf> [Data di accesso: 28/07/2019].

Zenit Sgr. 2018. *Progetto Mini-Bond Italia, Relazione annuale 2018*. [online]. Milano. Disponibile su: <https://www.zenitsgr.it/fondi-comuni/prospetto-fondi/> [Data di accesso: 28/07/2019].