



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI "MARCO FANNO"
CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA**

PROVA FINALE

**I MINI-BOND PER IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE E IL CASO
DI STUDIO DI UNA PICCOLA-MEDIA IMPRESA VENETA**

Relatore:

Ch.mo Prof. Zen Francesco

Laureando: Pavanello Simone

Matricola n° 1116625

Anno Accademico 2017-2018

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO PRIMO: MINI-BOND	3
1.1 DEFINIZIONE E MOTIVAZIONI	3
1.2 LE DISPOSIZIONI NORMATIVE.....	5
1.3 LE IMPRESE EMITTENTI	8
1.4 GLI ATTORI ORGANIZZATIVI DELLA FILIERA	12
CAPITOLO SECONDO: LE EMISSIONI DI MINI-BOND.....	15
2.1 LE EMISSIONI FINO AL 2017: ALCUNE STATISTICHE DESCRITTIVE	15
2.2 SCADENZA E REMUNERAZIONE	16
2.3 IL RATING	20
2.4 OPZIONI, GARANZIE E COVENANT	21
CAPITOLO TERZO: IL MERCATO BORSISTICO EXTRAMOT PRO	27
3.1 IL MERCATO BORSISTICO EXTRAMOT PRO	27
3.2 LA QUOTAZIONE NEL SEGMENTO BORSISTICO EXTRAMOT PRO.....	30
3.3 COSTI E BENEFICI DELLA QUOTAZIONE	33
CAPITOLO QUARTO: CASO DI STUDIO	37
CONCLUSIONI	45
BIBLIOGRAFIA	47

INTRODUZIONE

Nel corso degli ultimi anni, la finanza d'impresa all'interno del nostro Paese è stata interessata da una incisiva azione di riforma e di liberalizzazione volta a stemperare e scardinare un assetto sostanzialmente "banco-centrico" consolidatosi in maniera profonda nei decenni precedenti. Tale riforma, resasi necessaria a causa dell'effettiva impossibilità del canale bancario di porre a disposizione del tessuto produttivo italiano le diverse risorse economiche e finanziarie di cui esso esige, ha visto l'accostamento, proprio al tradizionale credito bancario, di una serie di strumenti finanziari innovativi, considerati ad esso complementari ed al tempo stesso alternativi. Tra questi, particolare rilevanza ed interesse riscuotono i Mini-Bond, solitamente classificati come titoli di debito (obbligazioni o cambiali finanziarie) emessi, in virtù di specifiche disposizioni normative, da parte di società di capitali o cooperative, quotate o non quotate in Borsa, e destinati alla sottoscrizione di soli investitori istituzionali.

Benché nell'immaginario collettivo i Mini-Bond vengano spesso classificati come strumenti finanziari a supporto esclusivo delle aziende in crisi, ovvero delle aziende che presentano procedure concorsuali in corso o in procinto di essere dichiarate, essi in realtà costituiscono strumenti destinati a finanziarie imprese, in particolare piccole e medie imprese, solide dal punto di vista patrimoniale, con un fatturato in crescita, con un Ebitda positivo nel corso degli ultimi anni, con un buon livello tecnologico e un buon grado di innovazione di prodotto e di processo, con una buona o potenziale apertura internazionale e soprattutto con "alle spalle" un progetto di sviluppo importante, credibile e realmente sostenibile. In questo senso dunque i Mini-Bond si configurano quale strumento particolarmente adatto a finanziarie processi di internazionalizzazione, acquisizioni di nuove imprese o rami d'azienda esistenti, progetti di sviluppo e programmi di crescita interna, investimenti in nuovi prodotti, nuovi servizi o nuovi mercati, investimenti in ricerca e sviluppo (R&D) ed infine investimenti in moderne ed efficienti attrezzature produttive.

Sulla base di tali premesse inoltre, l'emissione di Mini-Bond, come rilevato dalle analisi condotte dalla School of Management del Politecnico di Milano, ha registrato nel corso degli ultimi anni una crescita molto significativa in parte dovuta, probabilmente, ai numerosi vantaggi di diversa natura offerti da tali strumenti finanziari alle molteplici imprese italiane.

In primo luogo l'emissione di Mini-Bond permette infatti alle diverse imprese emittenti di beneficiare di una serie di vantaggi di natura finanziaria in quanto, rivolgendosi direttamente al mercato degli investitori professionali ed eventualmente quotando i suddetti titoli di debito nel mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana (segmento borsistico ad essi specificamente dedicato), esse possono: evitare il canale bancario sottraendosi conseguentemente anche ad una

eventuale segnalazione presso la Centrale Rischi Banca d'Italia, migliorare il proprio profilo o "standing" creditizio, rafforzare il proprio potere contrattuale verso il sistema bancario stesso ed infine incrementare il proprio grado di affidabilità nelle relazioni con i partner commerciali. In secondo luogo, l'emissione ed il successivo collocamento sul mercato di alcuni Mini-Bond consente alle molteplici imprese emittenti di usufruire di una serie di benefici di natura fiscale, in quanto i costi complessivamente sostenuti per implementare la procedura di emissione e la remunerazione corrisposta a titolo di interesse nei confronti dei diversi investitori istituzionali, possono essere portati in deduzione ai fini dell'imposta sul reddito delle società (IRES).

L'emissione di Mini-Bond infine permette alle diverse imprese emittenti di aumentare la propria visibilità a livello nazionale ed internazionale, incrementando conseguentemente anche la propria possibilità di attrarre nuovi investitori e risorse umane maggiormente qualificate nella gestione manageriale dell'organizzazione stessa.

I vantaggi e le motivazioni connesse all'emissione di Mini-Bond verranno comunque esaminate nel corso della presente relazione il cui obiettivo è sostanzialmente quello di fornire una panoramica generale sul mondo dei Mini-Bond con particolare riferimento alla tipologia delle imprese emittenti, alle caratteristiche presentate dalle operazioni di emissione ed infine alla procedura di quotazione nel mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana.

CAPITOLO PRIMO

MINI-BOND

In questo primo Capitolo si cercherà essenzialmente di fornire una semplice e breve definizione di Mini-Bond tentando altresì di esplicitare e chiarire le ragioni e le motivazioni per le quali, nel corso degli ultimi anni, un numero sempre maggiore di imprese italiane, sia grandi imprese ma soprattutto piccole e medie imprese (PMI), ricorre ormai frequentemente all'emissione di tali strumenti finanziari. Una volta resa nota la nozione di Mini-Bond, si procederà poi, attraverso le informazioni rilasciate e le analisi condotte dall'Osservatorio sui Mini-Bond della School of Management del Politecnico di Milano, ad identificare e ad esaminare le caratteristiche essenziali delle imprese italiane che, a partire dal 2012 e sino ad arrivare quasi ai giorni nostri, hanno provveduto, nel rispetto delle normative vigenti, all'emissione di Mini-Bond. L'ultimo paragrafo di questo Capitolo sarà infine interamente dedicato agli attori organizzativi della filiera, ovverosia ai diversi "soggetti" che, in virtù di specifiche competenze tecniche e professionali, tendono generalmente ad offrire alle numerose imprese italiane il proprio aiuto e il proprio supporto ai fini di una adeguata "costruzione" e successiva emissione di Mini-Bond.

1.1 Definizione e motivazioni

Secondo la definizione fornita dall'Osservatorio sui Mini-Bond della School of Management del Politecnico di Milano, i Mini-Bond rappresentano titoli di debito (principalmente obbligazioni e cambiali finanziarie) emessi da parte di società quotate o non quotate in Borsa (quest'ultime generalmente piccole e medie imprese italiane), al fine di ottenere un determinato ammontare di risorse finanziarie e con il conseguente impegno a restituire, ad una data scadenza e secondo modalità prestabilite, la somma originariamente ricevuta nonché, normalmente, ad effettuare pagamenti aggiuntivi nei confronti dei finanziatori a titolo di interesse. Contrariamente a quanto si potrebbe inizialmente pensare e credere, i Mini-Bond non costituiscono assolutamente uno strumento finanziario a supporto delle aziende in crisi bensì, secondo quanto affermato da Simone Brugnera, attualmente Responsabile dell'Area Mini-Bond presso Banca Finanziaria Internazionale (Finint), "... operazioni di grande respiro effettuate da aziende solide, che hanno importanti piani di sviluppo e di crescita da finanziare, come primo passo anche verso la crescita della cultura finanziaria di impresa e l'ingresso nel mercato dei capitali" (4° Report italiano sui Mini-Bond, 2018, p. 58). Sotto quest'aspetto dunque, è possibile pensare o riferirsi ai Mini-Bond come ad una sorta di "passe-partout" o chiave di accesso che consente alle diverse imprese italiane, in particolare piccole e medie imprese, di aprire la porta dell'innovazione, dello sviluppo, della crescita e di affrontare con assoluta

consapevolezza dei propri mezzi le trasformazioni che il mondo della cosiddetta Industria 4.0¹ necessariamente richiede ed esige.

Secondo le informazioni riportate e le analisi effettuate dalla School of Management del Politecnico di Milano all'interno del 4° Report italiano sui Mini-Bond (2018), le ragioni e le motivazioni principali per le quali diverse imprese italiane, non solo PMI ma anche grandi imprese, decidono di ricorrere all'emissione di Mini-Bond, diversificando così le proprie fonti di provvista rispetto al tradizionale credito bancario, le cui condizioni di accesso nel corso degli ultimi anni sono diventate sempre più restrittive a causa del cosiddetto fenomeno del Credit Crunch², possono essere ricondotte fondamentalmente a quattro tipologie diverse, quali:

- il finanziamento della crescita “interna”, ovvero la raccolta di risorse finanziarie necessarie a sostenere progetti di sviluppo, programmi di crescita, investimenti in nuovi prodotti o nuovi mercati, investimenti in ricerca e sviluppo, ecc.;
- il finanziamento della crescita “esterna”, ovvero la raccolta di risorse finanziarie da destinare al sostegno di eventuali acquisizioni di altre imprese, di divisioni di impresa o rami d'azienda;
- la ristrutturazione del passivo dell'impresa, ovvero a dire la rimodulazione del mix di finanziamento da terzi: in questa prospettiva dunque la liquidità reperita attraverso l'emissione di Mini-Bond risulterà essere principalmente destinata a rimborsare una serie di debiti in scadenza, in particolare debiti di natura bancaria;
- il finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa: in questo caso la liquidità raccolta attraverso l'emissione di Mini-Bond avrà invece la funzione principale di assicurare un certo equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti con un orizzonte temporale di breve termine.

Secondo gli ultimi dati riportati dall'Osservatorio sui Mini-Bond, tra le diverse motivazioni sopra elencate, la determinante principale che sembra condurre le imprese italiane ad emettere Mini-Bond, risulta sostanzialmente essere il finanziamento della crescita interna (obiettivo prioritario delle piccole e medie imprese italiane), seguita dalla ristrutturazione finanziaria del passivo dell'impresa (ragione tipica delle grandi imprese italiane) e dalla volontà di raccogliere un certo ammontare di risorse finanziarie da destinare a future acquisizioni esterne.

¹ Attraverso l'espressione “Industria 4.0”, è possibile riferirsi sostanzialmente ad un nuovo modello di produzione e gestione aziendale caratterizzato dall'utilizzo di macchinari connessi al web, dall'esecuzione di complesse analisi delle informazioni e dei dati (Big Data) ricavabili direttamente dalla rete, al fine di permettere una gestione più flessibile del ciclo produttivo.

² Secondo la definizione fornita da Enciclopedia Treccani, l'espressione Credit Crunch indica “una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese), in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta” (Enciclopedia Treccani online).

Andando oltre a quelle che tradizionalmente vengono classificate e descritte come motivazioni principali che guidano diverse imprese italiane all'emissione di Mini-Bond, occorre rilevare inoltre che, come spiega Francesca Pampurini, docente di Intermediari Finanziari all'Università Cattolica, l'emissione di Mini-Bond "...consente [alle molteplici imprese italiane, in particolare piccole e medie imprese,] di aumentare il proprio standing e la propria visibilità a livello nazionale e internazionale, con risvolti positivi sulla rete di relazioni aziendali, ma anche in termini di capacità competitiva, forza contrattuale nelle negoziazioni, possibilità di affermare la propria leadership e attrarre risorse umane sempre più qualificate, sia a livello manageriale che di investitori qualificati nel capitale" (Bussi, C., 2018).

1.2 Le disposizioni normative

Le principali fonti normative che regolano le operazioni di emissione di Mini-Bond da parte delle imprese italiane sono racchiuse all'interno del Decreto Legge 22 giugno 2012 n°83 ("Decreto Sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal Decreto Legge 18 ottobre 2012 n°179 ("Decreto Sviluppo Bis"), dal Decreto Legge 23 dicembre 2013 n°145 (piano "Destinazione Italia") ed infine dal Decreto Legge 24 giugno 2014 n°91 ("Decreto Competitività"). Tra i diversi Decreti Legge sopra elencati, particolare rilevanza assume sicuramente il Decreto Legge 22 giugno 2012 n°83 ("Decreto Sviluppo"), elaborato e redatto dal Governo Monti al fine di fronteggiare la forte crisi economica che nel corso di quegli anni imperversava nel territorio italiano. In questo senso dunque il "Decreto Sviluppo" si configurava e si configura tuttora quale strumento finalizzato all'adozione di una serie di misure economiche e finanziarie volte a consentire un rilancio del nostro Paese ed in particolare della moltitudine di piccole e medie imprese italiane che, a quel tempo, sembravano essere destinate a soccombere dinanzi alla straordinaria forza distruttiva della crisi economica.

Giunti a questo punto occorre rilevare che negli anni antecedenti all'entrata in vigore del "Decreto Sviluppo" le emissioni di Mini-Bond da parte delle imprese italiane erano regolate dalle disposizioni (tuttora vigenti) contenute nel Libro V, Titolo V, Sezione VII del Codice Civile comprendente gli articoli da 2412 a 2420 e relative alle obbligazioni a medio-lungo termine. In particolare l'articolo n°2412 comma 1 del Codice Civile stabilisce che una determinata società possa emettere "obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato". In realtà la disposizione sopra enunciata può essere disapplicata, come stabilito dal comma 5 dell'articolo stesso, nel caso di "emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire o

sottoscrivere azioni”. Si tratta dunque di un beneficio riservato in via esclusiva alle sole imprese quotate, che generalmente nel nostro Paese sono assimilate ad imprese di grandi dimensioni, ovvero ad imprese con un numero di dipendenti superiore a 250 ed un fatturato annuo superiore a 50 milioni di Euro o un totale dell’attivo dello stato patrimoniale superiore a 43 milioni di Euro.

Il contesto normativo sopra delineato viene integrato nel 2012 dal Decreto Sviluppo, il quale introduce una riforma di liberalizzazione volta a rimuovere ostacoli normativi all’accesso diretto al mercato dei capitali di debito da parte delle piccole e medie imprese non quotate. Tale Decreto infatti estende la possibilità di emettere obbligazioni superiori al doppio del patrimonio netto a tutte le società di piccola e media dimensione non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese. Si tratta dunque di una riforma di notevole importanza in quanto rimuove il vincolo legale e quantitativo che in precedenza impediva alle piccole e medie imprese di emettere obbligazioni per un ammontare sufficiente a finanziare i propri progetti di sviluppo e crescita.

Accanto alla rimozione del vincolo quantitativo all’emissione di Mini-Bond, il Decreto Sviluppo e i successivi Decreti Legge (elencati ad inizio paragrafo) estendono inoltre alle piccole e medie imprese la piena deducibilità degli interessi passivi e delle spese di emissione, un tempo riservata alle sole imprese di grandi dimensioni.

Sulla base delle considerazioni sopra svolte e secondo quanto stabilito dal Decreto Legge 22 giugno 2012 n°83 (“Decreto Sviluppo”), possono pertanto emettere Mini-Bond le società italiane quotate e non quotate in Borsa, che risultano tuttavia essere diverse dalle banche e dalle micro-imprese, ovverosia delle imprese che presentano un numero di dipendenti inferiore a dieci ed un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo inferiore a 2 milioni di Euro. In sintesi dunque, possono emettere Mini-Bond le società cooperative, le grandi imprese e le piccole e medie imprese italiane quotate o non quotate che risultano essere strutturate nella forma di società di capitali, cioè a dire società per azione (S.p.a.) e società a responsabilità limitata (S.r.l), purché lo Statuto di quest’ultime preveda espressamente la possibilità di emettere titoli di debito e provveda ad indicare conseguentemente l’organo competente a deliberare in merito all’emissione di tali strumenti finanziari, nonché gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per l’approvazione.

I Mini-Bond dunque costituiscono uno strumento finanziario particolarmente diffuso presso le piccole e medie imprese italiane, ovvero le imprese che rappresentano la spina dorsale e il motore di crescita dell’Economia italiana. Giunti a questo punto della trattazione e menzionata più volte l’espressione “piccole e medie imprese italiane”, è opportuno stabilire quali caratteristiche una certa impresa debba presentare per poter essere classificata quale piccola o

media impresa. Secondo la Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, mediante l'espressione "piccola impresa" è sostanzialmente possibile riferirsi ad un'impresa con un numero di dipendenti inferiore a 50 ed avente un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo inferiore a 10 milioni di Euro. Attraverso l'espressione "media impresa" invece è fondamentalmente possibile riferirsi ad un'impresa con un organico complessivo inferiore a 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di Euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di Euro.

A prescindere dal fatto che si tratti di una grande impresa o di una piccola-media impresa quotata o non quotata, o ancora di una società cooperativa, tutte le società che, ai sensi della normativa di riferimento, possono emettere Mini-Bond e che manifestano realmente la volontà di procedere all'emissione di tali strumenti finanziari, devono necessariamente rispettare una serie di condizioni, accuratamente riportate e descritte all'articolo n° 32 del "Decreto Sviluppo", rubricato "Strumenti di finanziamento per le imprese". Tali condizioni risultano essere le seguenti, quali:

- l'emissione dei Mini-Bond deve anzitutto essere assistita da uno *sponsor*, cioè a dire da un "soggetto" che possa fornire il proprio supporto professionale all'emissione ed al successivo collocamento dei suddetti titoli obbligazionari;
- la veste o qualifica di *sponsor* può essere assunta solamente da determinati soggetti quali: le banche, le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di gestione armonizzate³, le società di investimento a capitale variabile (SICAV)⁴, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo Unico Bancario (TUB), nonché le 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 Italiana;
- lo *sponsor* ha l'obbligo di conservare nel proprio portafoglio titoli e fino alla naturale scadenza una quota dei Mini-Bond emessi, determinata in misura crescente rispetto al valore complessivo di emissione;

³ Secondo la definizione fornita dall'Associazione del Risparmio Gestito "Assogestioni", le società di gestione armonizzate risultano essere "società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro dell'Unione Europea (UE) diverso dall'Italia, autorizzate peraltro, ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio".

⁴ Secondo quanto riportato dall'Associazione del Risparmio Gestito "Assogestioni", le società di investimento a capitale variabile (SICAV) rappresentano "società per azioni a capitale variabile, con sede legale e direzione generale in Italia, aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni".

- l'ultimo bilancio dell'impresa emittente deve necessariamente essere sottoposto a revisione contabile da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale opportunamente iscritto/a nel Registro dei revisori legali o delle società di revisione;
- i Mini-Bond devono infine essere collocati esclusivamente presso investitori professionalmente qualificati⁵, che non siano, direttamente o indirettamente, neanche per tramite di società fiduciaria o interposta persona, soci della medesima impresa emittente.

1.3 Le imprese emittenti

Le imprese che dal 2012 (anno di introduzione del “Decreto Sviluppo”) al 2017 hanno provveduto all'emissione di Mini-bond costituiscono un campione di ben 326 società, dato destinato a mutare e a crescere ulteriormente nel futuro se si pensa al semplice fatto che nel corso del 2017 risultano aver collocato Mini-Bond sul mercato italiano 137 imprese a fronte delle “sole” 90 imprese emittenti del 2016 e delle 67 imprese emittenti del 2015. Secondo i dati e le informazioni rilasciate dalla School of Management del Politecnico di Milano all'interno del 4° Report Italiano sui Mini-Bond (2018), delle 326 società sopra indicate, 162 (circa il 49,7%) risultano essere piccole e medie imprese italiane, mentre le restanti si configurano quali grandi imprese, con le dovute distinzioni che, secondo la disciplina del Diritto Commerciale, è possibile apportare tra società per azioni (S.p.a.) e società a responsabilità limitata (S.r.l.). Le 326 imprese emittenti considerate e ricomprese all'interno del campione esaminato da parte dell'Osservatorio sui Mini-Bond, possono poi essere ulteriormente segmentate ed analizzate sulla base di una serie di fattori e variabili, le più interessanti delle quali sono indubbiamente rappresentate dal fatturato realizzato, dal settore di appartenenza e dalla collocazione geografica delle imprese emittenti.

Per quanto riguarda la prima variabile, come è possibile osservare dalla Figura 1 riportata a pagina successiva, le imprese che tendono ad emettere Mini-Bond con maggiore frequenza risultano essere quelle appartenenti alla classe di fatturato compreso tra 100 milioni di Euro e 500 milioni di Euro (con ben 73 emissioni pari al 22% del campione), seguite dal gruppo di imprese con fatturato compreso tra 25 milioni di Euro e 50 milioni di Euro (con 60 casi pari al 18% del campione) e dalle imprese con fatturato superiore a 2 milioni di Euro e inferiore a 10 milioni di Euro (con 49 emissioni pari al 15% del campione).

⁵ Per quanto concerne la definizione di “investitori professionalmente qualificati” si rinvia a pagina 13.

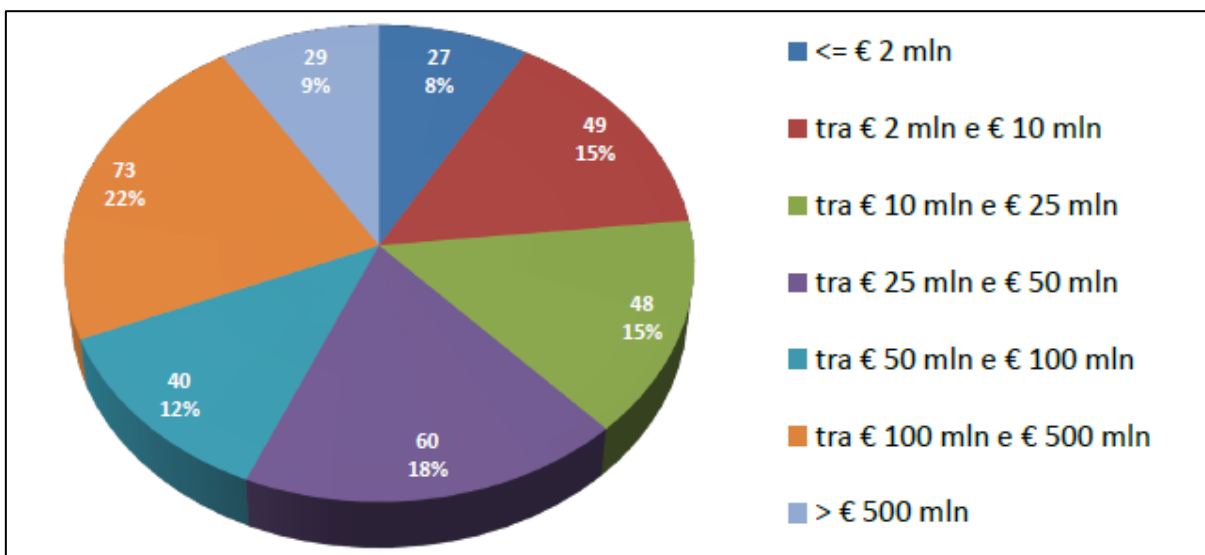


Figura 1, Segmentazione imprese emittenti per classe di fatturato. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Con riferimento invece al settore di appartenenza delle imprese emittenti, come è possibile osservare dalla Figura 2 qui sotto riportata, il settore più rappresentato risulta essere sicuramente quello delle attività manifatturiere (con ben 144 emissioni pari al 44% del campione), seguito dal gruppo “Servizi di informazione e comunicazione” (con 24 casi pari al 7% del campione) e dal settore relativo al “Commercio all’ingrosso e al dettaglio” (con 22 emissioni pari al 6% del campione).

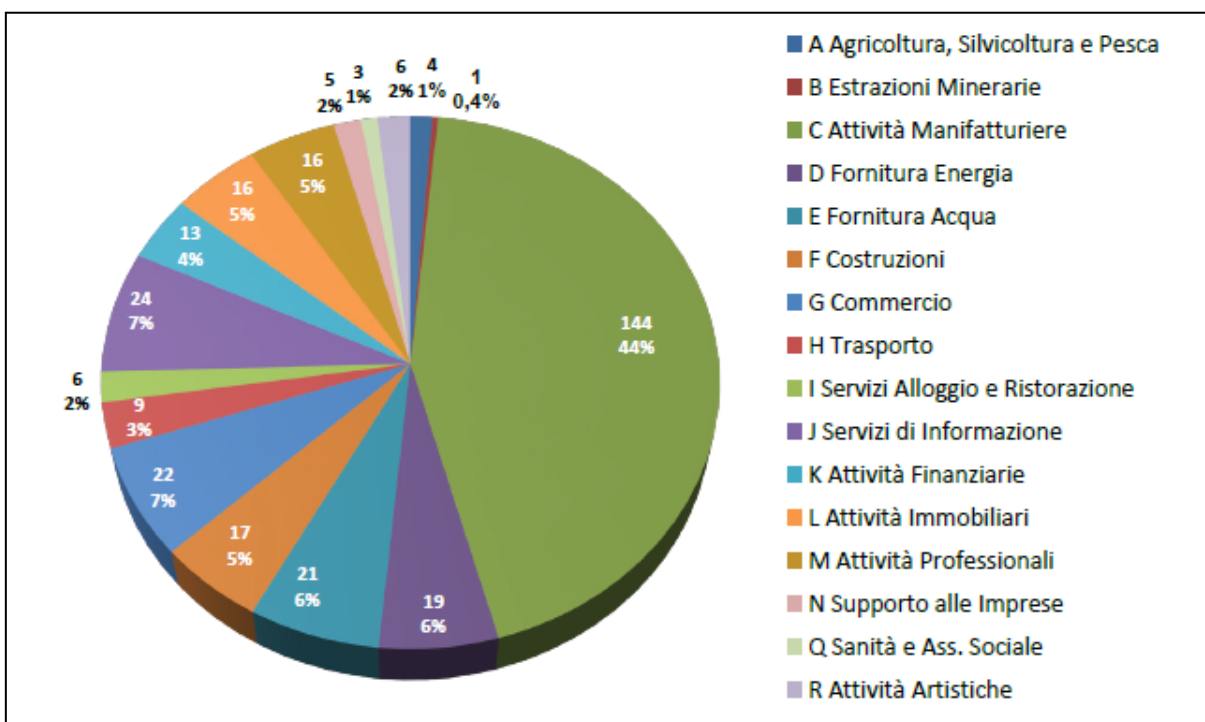


Figura 2, Segmentazione imprese emittenti per tipologia di attività. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Osservando sempre il settore di appartenenza delle diverse imprese emittenti Mini-Bond, ma prendendo ora in considerazione la distinzione tra grandi imprese e piccole-medie imprese italiane è possibile vedere come (Figura 3), le grandi imprese siano concentrate soprattutto nel

settore manifatturiero mentre le piccole e medie imprese siano relativamente più disperse in diversi settori, tra i quali spiccano il settore relativo alla fornitura di acqua e di energia.

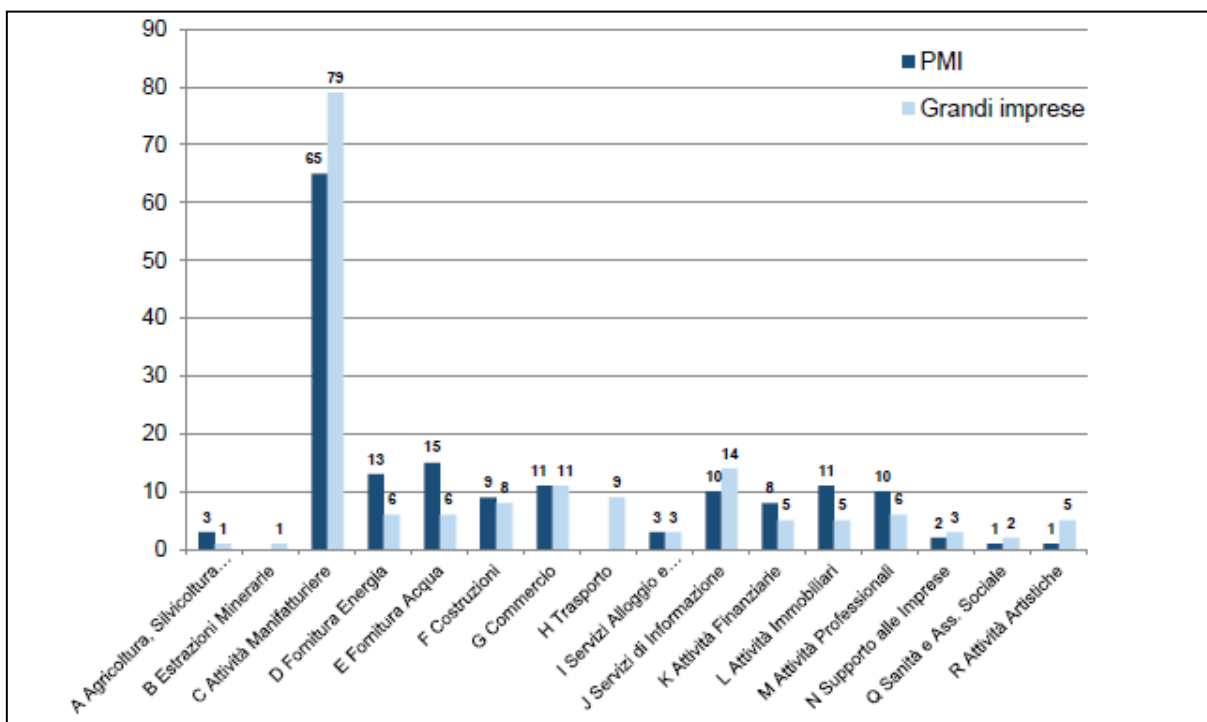


Figura 3, Segmentazione emittenti fra PMI e grandi imprese per settore di attività. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Sebbene il settore manifatturiero, come precedentemente detto, risulti essere caratterizzato da una forte presenza e concentrazione di grandi imprese, la maggior parte delle emissioni di Mini-Bond effettuate da società appartenenti a tale settore di attività, tende a collocarsi al di sotto dei 50 milioni di Euro (Figura 4). Collocamenti di maggiore dimensione possono invece essere apprezzati nel settore dei trasporti, nel settore delle costruzioni ed infine nelle attività artistiche.

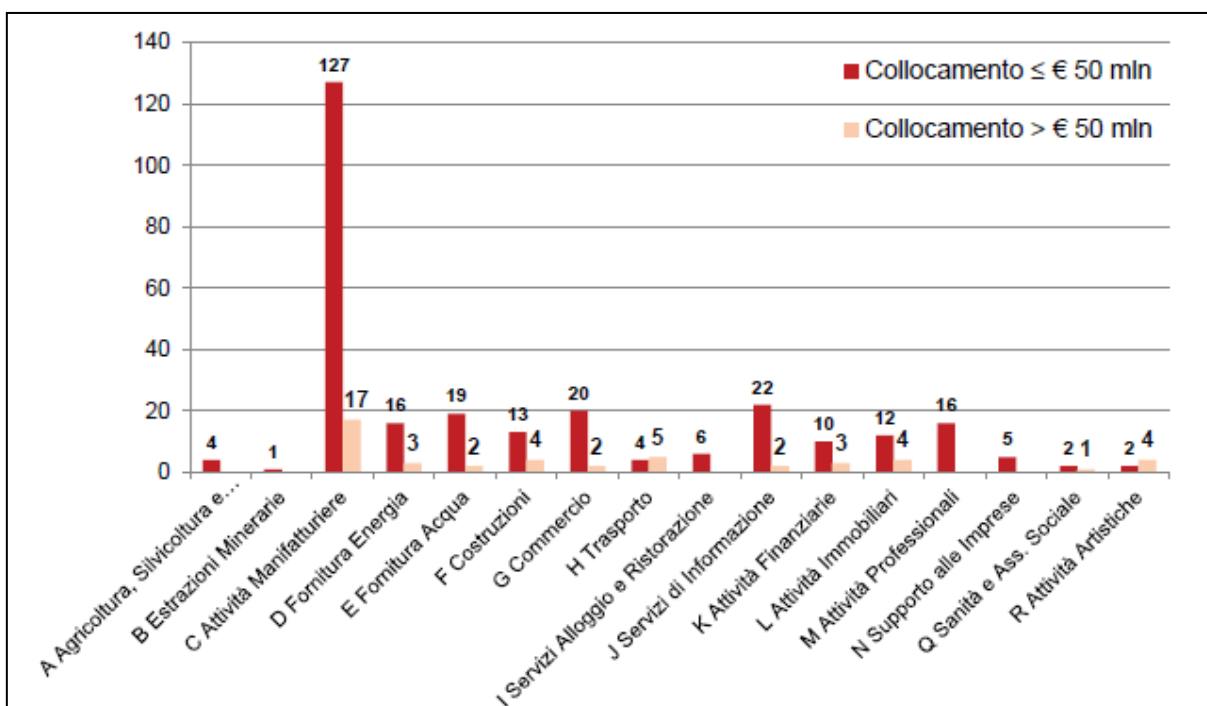


Figura 4, Segmentazione emittenti per valore del collocamento e settore di attività. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Passando ora ad esaminare la collocazione geografica delle imprese italiane emittenti Mini-Bond, è possibile osservare come (Figura 5) la maggior parte di esse siano situate nelle regioni del Nord Italia, tra le quali assume particolare rilievo la Lombardia (con ben 85 imprese emittenti), il Veneto (che rispetto al 2016 passa dal terzo al secondo posto), il Trentino-Alto Adige ed infine l'Emilia Romagna. Benché la Lombardia conservi ormai da diversi anni il "primato" delle imprese italiane emittenti Mini-Bond, essa nel corso del 2017 ha visto ridurre sensibilmente il proprio peso e la propria incidenza a fronte della continua e costante crescita di altre regioni del Nord, quali in particolare il Veneto (con 18 imprese emittenti nel 2017 rispetto alle 14 del 2016) e l'Emilia Romagna, dove dalle sole 5 imprese emittenti del 2016 si è passati nel corso del 2017 a ben 16 imprese emittenti. Per quanto concerne invece le imprese emittenti Mini-bond collocate nelle regioni del Centro e del Sud Italia, quest'ultime rappresentano ancora una netta minoranza, nonostante gli studi effettuati dall'Osservatorio sui Mini-Bond del Politecnico di Milano confermino una loro forte crescita. Sotto quest'aspetto infatti, per quanto riguarda il Centro Italia, dalle 19 imprese emittenti Mini-Bond nel corso del 2016 si è passati a 26 imprese emittenti nel 2017, mentre per quanto concerne il Sud Italia, dalle 11 imprese emittenti del 2016 si è passati a 16 imprese emittenti nel corso del 2017. Focalizzando poi l'attenzione su singole regioni del Centro e del Sud Italia, spiccano senza alcun dubbio il Lazio con 22 imprese emittenti Mini-Bond, la Toscana con 19 imprese emittenti ed infine la Campania con 17 imprese emittenti.

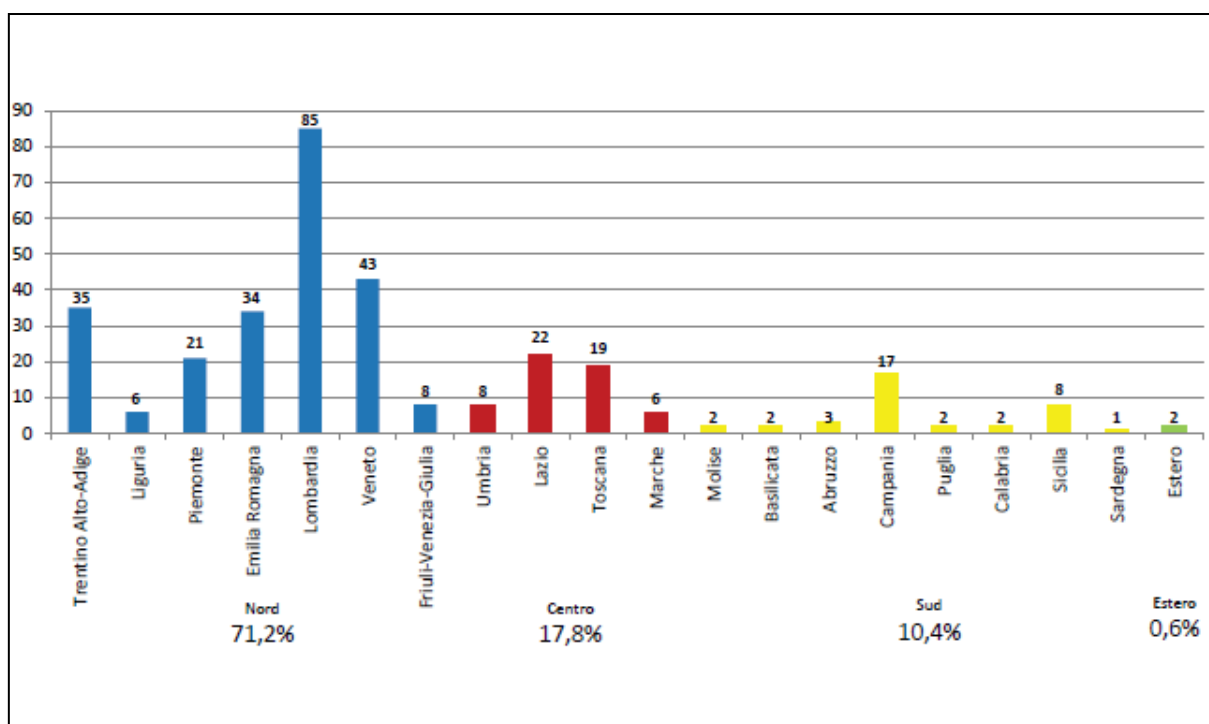


Figura 5. Segmentazione imprese emittenti per localizzazione regionale. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

1.4 Gli attori organizzativi della filiera

Le imprese emittenti Mini-Bond, non disponendo direttamente di una serie di conoscenze e competenze tecniche specifiche necessarie a “confezionare” in maniera opportuna un Mini-Bond, tendono, ormai sempre più frequentemente, sia per quanto riguarda le attività propedeutiche all’emissione sia per quanto concerne il successivo collocamento dei titoli sul mercato, a rivolgersi ad un’ampia platea di consulenti finanziari, legali ed amministrativi professionalmente esperti nella costruzione e conseguente emissione di tali titoli. Sulla base delle considerazioni fino ad ora svolte e sulla scorta degli studi effettuati dall’Osservatorio sui Mini-Bond, si procederà ad analizzare il ruolo e le principali attività poste in essere dai consulenti finanziari, dai consulenti legali e da una serie di altri attori organizzativi a cui le diverse imprese italiane, in particolare PMI, decidono di chiedere il proprio aiuto ai fini di una corretta ed adeguata emissione di Mini-Bond.

I primi attori organizzativi della filiera a cui occorre prestare attenzione risultano essere rappresentati dai cosiddetti consulenti finanziari, tradizionalmente definiti come *advisor*. L’attività principale di questi soggetti consiste essenzialmente nell’eseguire, sulla base di un piano di business e di un rendiconto finanziario prospettico, una dettagliata valutazione ed analisi dei costi-benefici legati all’operazione di emissione, al fine di verificare l’effettiva sostenibilità economica e finanziaria dell’operazione stessa, in relazione alle specifiche esigenze delle imprese emittenti e delle ulteriori fonti e modalità di finanziamento presenti sul mercato dei capitali. In secondo luogo i consulenti finanziari sono tenuti a guidare le imprese emittenti attraverso una complicata rete di scelte e decisioni strategiche relative ad esempio al timing dell’emissione, all’ammontare complessivo dei titoli, alla scadenza e al possibile tasso di interesse da riconoscere e corrispondere ai diversi finanziatori. Infine i consulenti finanziari, il cui compenso indicativamente varia tra l’1% e il 2,5% del valore complessivo dell’emissione di Mini-Bond, sono tenuti ad affiancare e a prestare il proprio supporto alle imprese emittenti nelle relazioni con altri interlocutori, in particolare per ciò che concerne gli adempimenti normativi e l’eventuale quotazione sul listino borsistico ExtraMOT PRO per la cui trattazione si rinvia al Capitolo terzo. Tendenzialmente i consulenti finanziari presenti sul mercato sono molti, tra questi però i più blasonati sono sicuramente ADB Corporate Advisory, Advance Advisory, Deloitte Financial Advisory, Finmark Corporate Finance, Pirola Corporate Finance e Studio Pederzoli&Associati.

Oltre ad avvalersi di una serie di consulenti finanziari o *advisor*, le imprese emittenti Mini-Bond, come precedentemente affermato, possono inoltre chiedere il proprio aiuto e supporto ad alcuni consulenti legali, la cui parcella per questo genere di attività solitamente varia tra € 15.000 e € 25.000. L’attività principale di tali soggetti consiste fondamentalmente nel

verificare, da parte delle imprese emittenti, il rispetto delle normative in vigore, la correttezza delle procedure di emissione e di collocamento dei titoli attuate, l'implementazione dei contratti tra le parti, al fine pertanto di offrire una adeguata tutela e garanzia agli investitori e porre così "al riparo" le imprese emittenti da qualsiasi eventuale e ragionevole contestazione. I consulenti finanziari più attivi nel corso degli ultimi tempi nel mercato dei Mini-Bond sono stati Chiomenti, Galante e associati, Studio legale Barbieri e Hogan Lovells.

Accanto ai consulenti finanziari e legali, un ruolo di straordinaria importanza è sicuramente esercitato dai cosiddetti *arranger*, ovvero soggetti la cui attività principale consiste nella vera e propria strutturazione dell'emissione e del collocamento dei Mini-Bond presso investitori professionali⁶, cioè a dire investitori che, secondo la School of Management del Politecnico di Milano, presentano e possiedono "l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria a comprendere e a valutare correttamente i rischi" collegati a tali strumenti finanziari" (3° Report italiano sui Mini-Bond, 2017, p. 59). Sotto quest'aspetto dunque gli *arranger*, sulla scorta delle informazioni prodotte dalle imprese emittenti ed eventualmente rielaborate dagli *advisor*, sono tenuti a contattare i potenziali investitori presentando l'opportunità di investimento e quindi a "sondare il terreno" rispetto al possibile gradimento dell'operazione stessa. Una volta raccolte ed esaminate in maniera opportuna tali informazioni, gli *arranger*, in comune accordo con le imprese emittenti, procedono a definire con estrema precisione le caratteristiche e gli aspetti tecnici dei Mini-Bond. Gli *arranger* più attivi nel corso degli ultimi tempi nel mercato dei Mini-Bond sono stati Frigiolini & Partners Merchant, Banca Finanziaria Internazionale (Finint), Pirola Corporate Finance e, per emissioni di importo superiore a € 50 milioni, BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs e Unicredit Banca. Un'ultima cosa da ricordare per quanto riguarda gli *arranger* risulta infine essere relativa al loro compenso, il quale generalmente si aggira fra lo 0,5% e l'1,5% del valore complessivo dell'emissione di Mini-Bond.

Oltre a consulenti finanziari, consulenti legali ed *arranger*, nella filiera degli attori organizzativi coinvolti nel procedimento di emissione di Mini-Bond, rientrano anche le società di *rating* e le banche.

Per quanto riguarda le società di *rating*, nel corso di questo paragrafo ci si limita semplicemente ad affermare che esse rappresentano delle società autorizzate dagli enti di vigilanza europea ad emettere un giudizio di merito rispetto alla capacità delle imprese emittenti Mini-Bond di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale. Per un

⁶ I sottoscrittori tipici delle emissioni di Mini-Bond risultano pertanto essere gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, le banche, le assicurazioni, le società di intermediazione mobiliare, le casse previdenziali, le finanziarie regionali e le fondazioni.

maggior approfondimento sulla tematica del rating e delle società di rating si rinvia comunque per ragioni di completezza e chiarezza al terzo paragrafo del Capitolo secondo.

Per quanto concerne infine le banche, quest'ultime rappresentano fundamentalmente soggetti che offrono alle imprese emittenti Mini-Bond la propria assistenza ed il proprio supporto, al fine di assicurare, da parte di quest'ultime, un corretto adempimento degli obblighi normativi e tecnici, sia nel corso che nella fase immediatamente successiva all'emissione di tali strumenti finanziari. Si tratta generalmente di adempimenti normativi o tecnici e di procedure abbastanza semplificate e standardizzate, ma che le imprese italiane, tipicamente piccole e medie imprese, preferiscono e tendono ad affidare in outsourcing, ad enti esterni adeguatamente specializzati e competenti, al fine di minimizzare i costi.

CAPITOLO SECONDO

LE EMISSIONI DI MINI-BOND

Dopo avere esaminato nel corso del Capitolo precedente le diverse tipologie e le principali caratteristiche delle molteplici imprese italiane emittenti Mini-Bond, si procederà ora ad analizzare le peculiarità fondamentali presentate dalle operazioni di emissione dei Mini-Bond, con particolare riferimento inoltre alla scadenza ed alla remunerazione offerta dai suddetti titoli obbligazionari, al rating ed infine alla eventuale presenza di una serie di “strumenti” quali opzioni, garanzie o covenant generalmente posti a tutela e a protezione dei diversi investitori.

2.1 Le emissioni fino al 2017: alcune statistiche descrittive

Prima di procedere ad esaminare gli aspetti e le caratteristiche propriamente tecniche delle operazioni di emissione di Mini-Bond, è opportuno, almeno in una fase preliminare ed iniziale, fornire brevemente alcune statistiche descrittive relative alle emissioni di Mini-Bond verificatesi a partire dal 2012, anno di introduzione del “Decreto Sviluppo”, sino ad arrivare quasi ai giorni nostri.

Il primo dato a cui occorre prestare attenzione risulta essere rappresentato dalle 467 operazioni di emissione di Mini-Bond effettuate da diverse imprese italiane, sia grandi imprese che piccole e medie imprese, ed attualmente registrate dall’Osservatorio sui Mini-Bond della School of Management del Politecnico di Milano. Si tratta tuttavia di un dato destinato a mutare e a crescere rapidamente nel futuro prossimo se si pensa al semplice fatto che nel corso del 2017 le emissioni di Mini-Bond registrate dall’Osservatorio sono state ben 170 a fronte delle “sole” 110 operazioni di emissione censite nel 2016 e delle 85 verificatesi invece nel corso del 2015. Delle 467 operazioni di emissione censite, ben 398 risultano essere caratterizzate da un importo inferiore o uguale a 50 milioni di Euro, mentre le restanti 69 emissioni tendono a collocarsi al di sopra della soglia precedentemente identificata.

Andando ora ad esaminare invece la distinzione tra grandi imprese e piccole-medie imprese italiane è possibile osservare come la maggior parte delle operazioni di emissione di Mini-Bond, ben 242, siano state effettuate da piccole e medie imprese, mentre le grandi imprese risultano aver eseguito “soltanto” 225 emissioni.

Prendendo in considerazione infine le operazioni di emissione di Mini-Bond condotte da imprese italiane già quotate su un determinato mercato borsistico azionario, quest’ultime costituiscono di fatto una netta minoranza: si tratta solamente infatti di 53 collocamenti a fronte delle 414 operazioni di emissione di Mini-Bond realizzate da imprese non quotate.

Un’ultima nota statistica concerne infine l’eventuale quotazione su un determinato listino borsistico dei Mini-Bond fino a questo momento emessi dalle diverse imprese italiane, sia

grandi imprese che piccole-medie imprese. Sebbene nel corso degli anni precedenti alla emissione di Mini-Bond seguiva spesso la quotazione dei suddetti titoli di debito nel segmento borsistico ExtraMOT PRO⁷, oggi, come testimoniano e confermano anche i dati e le informazioni riportate all'interno del 4° Report italiano sui Mini-Bond (2018), questa propensione alla quotazione, sembra essere notevolmente rallentata e attenuata.

2.2 Scadenza e remunerazione

Nel corso di questo paragrafo si procederà ad esaminare la scadenza presentata nonché la remunerazione offerta al mercato degli investitori qualificati, da parte dei 467 Mini-Bond finora emessi dalle diverse imprese italiane.

Per quanto riguarda anzitutto la scadenza presentata dai suddetti titoli obbligazionari, la maggior parte di essi (ben 96), come è possibile osservare anche dalla figura qui sotto riportata (Figura 6), prevede una scadenza compresa fra 4 e 5 anni. Si tratta tuttavia di un dato chiaramente caratterizzato da una forte dispersione poiché, accanto ai 96 Mini-Bond aventi scadenza compresa tra 4 e 5 anni, risultano essere presenti ben 69 titoli obbligazionari cosiddetti “short term”, in quanto caratterizzati da una scadenza inferiore o uguale ad un anno, e 88 Mini-Bond invece con scadenza superiore alla soglia dei 7 anni.

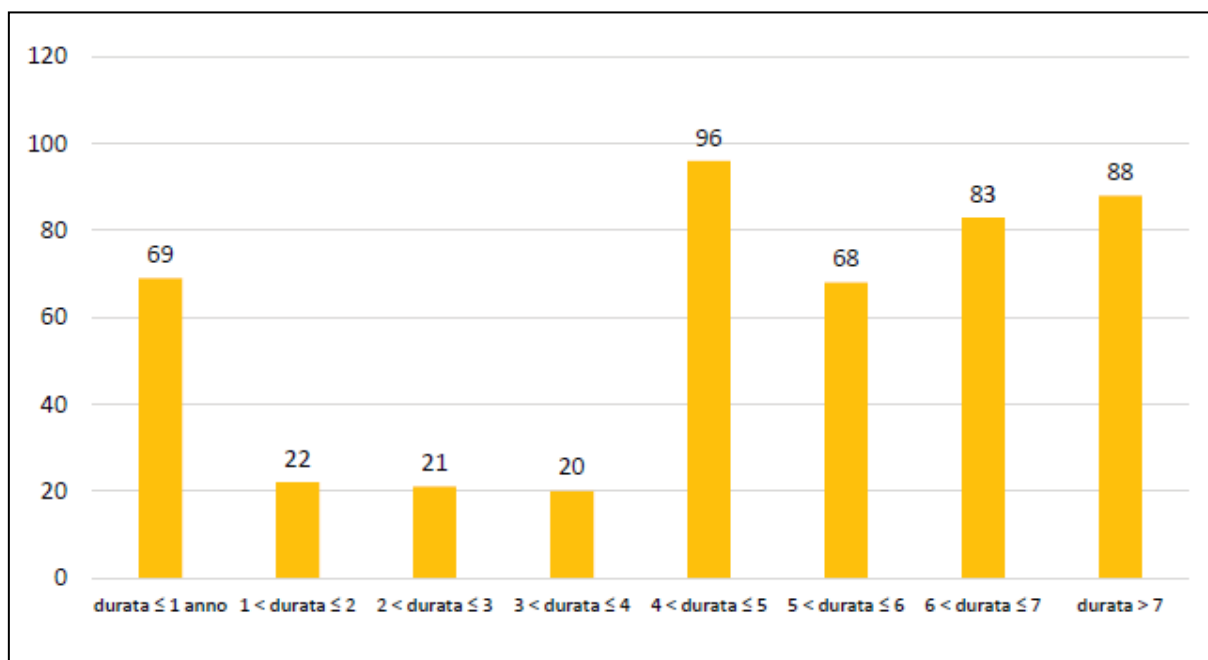


Figura 6, Distribuzione complessiva scadenza Mini-Bond. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Prendendo sempre in considerazione la tematica inerente alla scadenza dei diversi Mini-Bond, ma andando ora ad esaminare in modo specifico la distinzione che si configura tra grandi imprese e piccole-medie imprese, è possibile osservare come quest'ultime tendano, in genere, ad emettere Mini-Bond aventi scadenza inferiore o uguale ad un anno. A questo proposito

⁷ Per quanto concerne la discussione relativa al segmento borsistico ExtraMOT PRO, si rinvia al Capitolo terzo.

occorre precisare tuttavia che sebbene le piccole e medie imprese italiane siano generalmente caratterizzate da tale tendenza, cioè a dire benché esse siano propense ad emettere, almeno inizialmente, Mini-Bond con scadenza inferiore o uguale ad un anno, quest'ultime, come è possibile osservare anche dalla Figura 7, sembrano non disprezzare nemmeno emissioni di titoli obbligazionari aventi scadenza superiore a 4 o a 7 anni. Proprio in questa prospettiva assumono particolare rilievo ed importanza le considerazioni di Giancarlo Giudici, professore associato di Finanza Aziendale al Politecnico di Milano e direttore dell'Osservatorio sui Mini-Bond, secondo il quale le piccole e medie imprese italiane sono portate, almeno inizialmente, ad utilizzare i cosiddetti Mini-Bond "short term" come una sorta di "palestra" nella quale allenarsi costantemente e continuamente, nella quale svolgere la propria "gavetta" ed acquisire così l'esperienza, le conoscenze e le competenze necessarie al fine magari di realizzare un giorno operazioni maggiormente complesse, quali possono essere ad esempio l'emissione di titoli obbligazionari aventi scadenza superiore o l'emissione ed il successivo collocamento presso investitori professionali di titoli di debito caratterizzati da un importo più elevato. Per concludere questa breve digressione relativa alla scadenza presentata dai diversi Mini-Bond fino a questo momento emessi dalle piccole e medie imprese italiane, è opportuno citare, a favore degli appassionati di automobilismo, un pensiero di Leonardo Frigiolini, Amministratore Delegato di "Frigiolini & Partners Merchant"⁸, che rende bene l'idea di quanto riportato nelle ultime righe sopra scritte: "Saper maneggiare con perizia strumenti finanziari come i Mini-Bond non è molto diverso dal saper guidare con perizia una monoposto e non è un caso che i migliori piloti di Formula1 abbiano sulle spalle anni di gavetta sui go-kart: i Mini-Bond "short term" sono il miglior go-kart che una PMI possa avere tra le mani per fare palestra" (4° Report italiano sui Mini-Bond, 2018, pag. 43).

A differenza delle piccole e medie imprese, le quali, come affermato in precedenza, tendono almeno inizialmente ad emettere Mini-Bond aventi scadenza inferiore o uguale ad un anno, le grandi imprese italiane, come è possibile osservare sempre dalla Figura 7 riportata a pagina successiva, sembrano essere relativamente "assenti" sulle scadenze inferiori a 4 anni e a predominare invece sulle scadenze superiori. La ragione di tale tendenza si spiega nel fatto che le grandi imprese italiane dimostrano e presentano una maggiore capacità di accesso al credito bancario nel corso del breve periodo, rispetto invece al lungo periodo dove i Mini-Bond possono costituire una valida alternativa al debito bancario e alla carenza di offerta di affidamenti a lunga durata da parte delle banche stesse.

⁸ Come scritto nel quarto paragrafo del Capitolo primo, Frigiolini & Partners Merchant rappresenta uno degli *arranger* più attivi nel mercato italiano dei Mini-Bond.

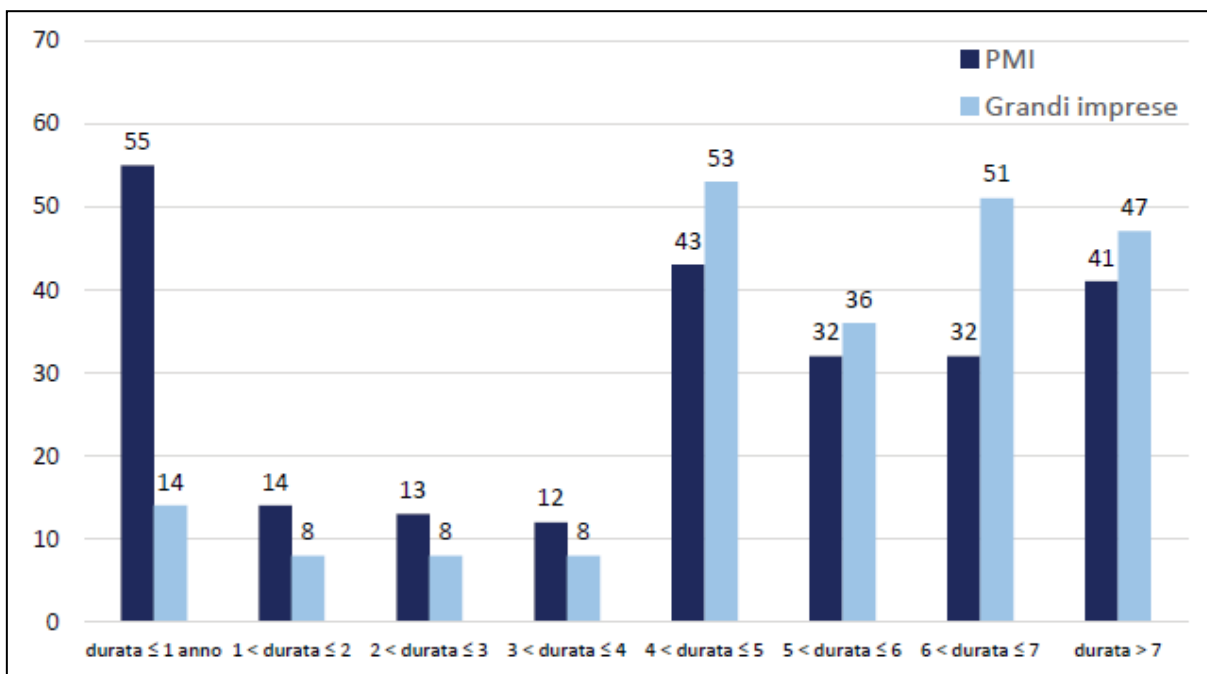


Figura 7, Distribuzione scadenza Mini-Bond: differenza fra PMI e grandi imprese. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Strettamente connesse al tema della scadenza dei Mini-Bond risultano essere inoltre le pratiche o modalità attraverso le quali le diverse imprese emittenti procedono al rimborso, nei confronti degli investitori professionali, del capitale precedentemente impegnato nei suddetti titoli obbligazionari. Sotto quest'aspetto dunque, il rimborso del capitale può sostanzialmente coincidere con la data di scadenza dei Mini-Bond, secondo una modalità che assume la denominazione di “*bullet*”, oppure può avvenire in maniera progressiva nel corso del tempo, secondo una pratica solitamente classificata con il titolo “*amortizing*”. Quest'ultima modalità, la quale permette alle diverse imprese emittenti di “spalmare” l'impegno finanziario su più esercizi contabili, viene frequentemente adottata da parte delle piccole e medie imprese italiane, delle imprese che effettuano emissioni per un importo complessivo al di sotto dei 50 milioni di Euro e, in particolare, delle imprese che emettono Mini-Bond caratterizzati da una scadenza piuttosto lunga. A differenza della pratica “*amortizing*”, la modalità “*bullet*”, secondo gli studi e le analisi realizzate dall'Osservatorio sui Mini-Bond, risulta essere preferita invece dalle società quotate in Borsa, dalle società finanziarie e dalle imprese che effettuano emissioni di titoli obbligazionari caratterizzati da una scadenza breve e contraddistinti da un valore piuttosto consistente, in genere al di sopra dei 50 milioni di Euro.

Passando ora ad esaminare invece il tema relativo alla remunerazione offerta da parte dei Mini-Bond finora emessi dalle diverse imprese italiane, è possibile osservare come questa avvenga tipicamente mediante il pagamento di una cedola periodica, definita in percentuale rispetto al valore nominale (solitamente pari a 100) del titolo obbligazionario precedentemente emesso. La cedola può essere determinata in una misura fissa e costante per tutta la durata del prestito

obbligazionario oppure può essere variabile e conseguentemente indicizzata ad un qualche parametro di mercato, costantemente e continuamente misurabile in maniera oggettiva, quale ad esempio può essere il tasso Euribor⁹. Con particolare riferimento a quest'ultima tematica, gli studi e le analisi condotte dall'Osservatorio sui Mini-Bond evidenziano e dimostrano (Figura 8) come la quasi totalità dei 467 Mini-bond emessi dalle diverse imprese italiane, dal 2012 fino al 2017, corrispondano una cedola fissa, mentre solamente 58 emissioni dei suddetti titoli obbligazionari prevedano il pagamento di una cedola variabile.

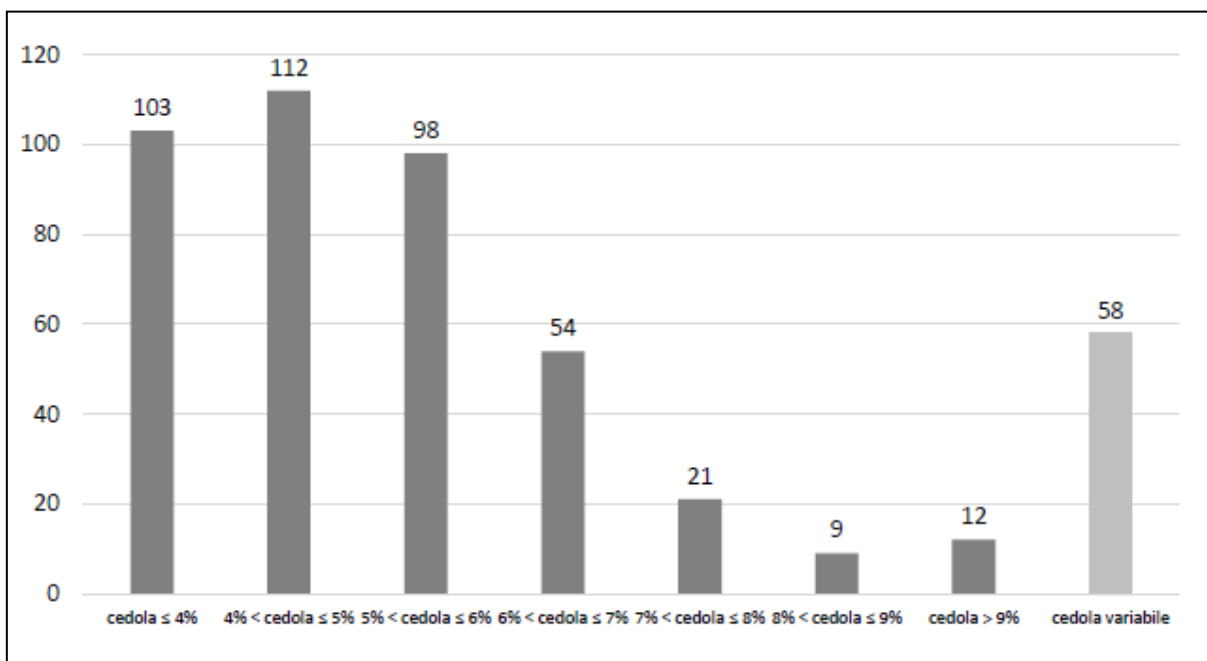


Figura 8, Distribuzione complessiva cedole Mini-Bond. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Per quanto riguarda infine l'importo complessivo della cedola, la cui liquidazione può essere effettuata in date di godimento differenziate (ogni anno, ogni semestre, ogni trimestre), quest'ultimo risulta essere determinato in relazione ad una serie di fattori e variabili quali, in particolare, la scadenza del titolo e il rischio di insolvenza dell'impresa emittente. Sotto quest'aspetto dunque, a parità di ogni altro fattore, più lontana è la scadenza del Mini-Bond, maggiore risulta essere l'importo complessivo della cedola, così come maggiore è il rischio di insolvenza dell'impresa emittente, maggiore risulta conseguentemente anche essere il premio di rendimento richiesto da parte dei diversi investitori.

⁹ Secondo la definizione fornita da Borsa Italiana, l'Euribor, acronimo di Euro Inter-Bank Offered Rate, rappresenta un "tasso interbancario di riferimento, comunicato giornalmente dalla European Banking Federation (EBF) e calcolato come media ponderata dei tassi di interesse ai quali le banche operanti nell'Unione Europea cedono i loro depositi in prestito".

2.3 Il rating

Il rating rappresenta anzitutto una valutazione o un giudizio di merito, usualmente prodotto ed emesso da parte di società ed agenzie opportunamente riconosciute e registrate all'ESMA (European Securities and Markets Authority), rispetto alla capacità delle imprese emittenti titoli di debito, nel nostro specifico caso Mini-Bond, di ottemperare in maniera tempestiva ai diversi impegni finanziari previsti e fissati in relazione alla remunerazione ed al rimborso del capitale nei confronti dei molteplici investitori. In altre parole dunque, il rating risulta fondamentalmente essere una valutazione o un giudizio di merito, generalmente prodotto ed emesso da parte di società ed agenzie a ciò specificatamente autorizzate da determinati enti di vigilanza europea, rispetto al grado di affidabilità e solidità finanziaria evidenziato da una certa impresa emittente titoli di debito, nonché pertanto relativamente al rischio di insolvenza presentato dall'impresa stessa.

Sebbene nello scenario internazionale esistano tre celebri agenzie o società di rating, quali Moody's, Standard & Poor's e Fitch, il mercato italiano dei Mini-Bond, risulta essere dominato da due diversi operatori o società di rating maggiormente specializzate a livello nazionale, quali Cerved Rating Agency e Crif Ratings, i cui compensi per l'esecuzione della prestazione professionale tendenzialmente si stanziano intorno alla soglia di € 15.000/€ 20.000. Ognuna di queste agenzie di rating presenta delle proprie scale di valutazione, all'interno delle quali le diverse imprese italiane emittenti Mini-Bond, vengono posizionate sulla base di una serie di variabili ed indicatori relativi ad esempio alla solidità patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa presentata da parte delle imprese stesse.

Giunti a questo punto della trattazione è opportuno precisare che l'emissione del giudizio di rating non costituisce assolutamente un passo obbligatorio per il collocamento dei Mini-Bond sul mercato, ma nonostante questo, un certo numero di imprese italiane, sia grandi imprese che piccole-medie imprese, decide comunque di intraprendere e percorre questa strada al fine di poter offrire al mercato un ulteriore segnale informativo. A questo proposito occorre evidenziare però che, sebbene l'emissione del rating rappresenti una fonte informativa di indiscussa e straordinaria rilevanza per la moltitudine di investitori, i dati e le informazioni riportate all'interno del 4° Report italiano sui Mini-Bond (2018) attestano che il 66% delle 467 emissioni di Mini-Bond effettuate dalle diverse imprese italiane e fino a questo momento registrate dall'Osservatorio, non risultano essere accompagnate da un giudizio di rating.

Il giudizio di rating infine, può essere richiesto direttamente dalle diverse imprese emittenti Mini-Bond (giudizio di rating *solicited*), oppure può essere chiesto dalla pluralità di possibili investitori o da parte di altri soggetti (giudizio di rating *unsolicited*), al fine per esempio di

comprendere con estrema precisione e cura il profilo di rischio presentato dalle diverse imprese candidate alla emissione ed al successivo collocamento sul mercato dei titoli di debito. In genere se il giudizio di rating viene richiesto direttamente dalle diverse imprese emittenti Mini-Bond, esso successivamente viene anche reso pubblico attraverso un comunicato stampa (giudizio di rating *disclosed*), mentre se il giudizio di rating viene richiesto da parte della molteplicità di investitori esso tende ad essere custodito con enorme riservatezza ed in maniera confidenziale (giudizio di rating *undisclosed*). Gli studi e le analisi condotte dall'Osservatorio sui Mini-Bond dimostrano e spiegano sostanzialmente che il giudizio di rating cosiddetto pubblico o *disclosed* risulta essere tipico delle emissioni effettuate da parte delle grandi imprese italiane e per collocamenti di dimensioni e valore piuttosto importante, mentre il giudizio di rating cosiddetto *undisclosed* o privato tende invece a caratterizzare soprattutto le emissioni a breve termine e le emissioni poste in essere da parte delle piccole e medie imprese italiane. Quest'ultime infatti, oltre ad avere la possibilità di interagire e di interloquire in maniera diretta con la pluralità di possibili investitori interessati, spesso decidono di rinunciare ai benefici generati dalla eventuale emissione del giudizio di rating in quanto non dispongono delle risorse finanziarie necessarie a rivolgersi ad una determinata società o agenzia specificatamente autorizzata ad emettere un giudizio o una valutazione rispetto alla propria capacità di ottemperare in maniera tempestiva ai diversi impegni finanziari previsti e fissati in relazione alla remunerazione ed al rimborso del capitale.

2.4 Opzioni, garanzie e covenant

Un primo fattore che tende ad incidere sulla remunerazione offerta da parte dei Mini-Bond emessi dalle diverse imprese italiane, risulta essere sostanzialmente l'eventuale presenza, nel Regolamento che disciplina l'emissione, di una serie di opzioni "collocate" in capo alle imprese emittenti e/o ai molteplici investitori. Sotto quest'aspetto dunque, l'Osservatorio sui Mini-Bond tradizionalmente riconosce e distingue due diverse tipologie di opzioni quali, l'opzione *call* e l'opzione *put*. I Mini-Bond caratterizzati dalla presenza di un'opzione *call* conferiscono alle imprese emittenti la facoltà di procedere al rimborso anticipato del capitale precedentemente impegnato da parte dei diversi investitori nei suddetti titoli obbligazionari. Le ragioni principali che potrebbero condurre le diverse imprese emittenti all'esercizio di tale opzione risultano essere legate ad esempio alla prospettiva di finanziarsi a condizioni migliori oppure alla presenza di un inatteso ingresso di cassa che consente loro di avere a disposizione un ammontare di liquidità sufficiente ad assicurare, prima della effettiva scadenza dei titoli stessi, il rimborso del capitale. A differenza dell'opzione *call*, i Mini-Bond caratterizzati dalla presenza di un'opzione *put* attribuiscono invece ai legittimi possessori dei titoli obbligazionari

la possibilità di chiedere, in presenza di determinati eventi, il rimborso anticipato del capitale precedentemente impegnato nei suddetti titoli di debito. In questo senso dunque la presenza di un'opzione *put* all'interno del Regolamento che disciplina l'emissione dei Mini-Bond, rappresenta un enorme vantaggio per i possessori, i quali possono richiedere lo smobilizzo del capitale inizialmente investito ancora prima della effettiva scadenza dei titoli stessi. Sotto quest'aspetto dunque, la ragione principale che solitamente conduce i diversi investitori ad esercitare l'opzione *put* risulta essere legata sostanzialmente all'incremento del rischio di insolvenza caratterizzante l'impresa emittente Mini-Bond.

Secondo i dati e le informazioni riportate all'interno del 4° Report italiano sui Mini-Bond (2018) e come è possibile osservare anche dalla figura qui sotto riportata (Figura 9), delle 467 emissioni di Mini-Bond fino a questo momento registrate da parte della School of Management del Politecnico di Milano, 189 presentano entrambe le opzioni, ovvero sia l'opzione *call* che l'opzione *put*, 102 prevedono solamente l'opzione *call*, 98 presentano la sola opzione *put*, 69 invece non prevedono alcuna tipologia di opzione.

Prendendo sempre in considerazione la tematica relativa alla eventuale presenza di opzioni nel Regolamento che disciplina l'emissione di Mini-Bond da parte delle diverse imprese italiane, ma andando ora ad esaminare la distinzione che solitamente si configura tra grandi imprese e piccole-medie imprese, è possibile osservare come quest'ultime tendano in genere ad emettere Mini-Bond caratterizzati dalla presenza di entrambe le opzioni, ovvero sia l'opzione *call* che l'opzione *put*, a differenza invece delle grandi imprese italiane le quali, forse anche a causa del valore più elevato delle loro emissioni, tendono a privilegiare la sola opzione *put*.

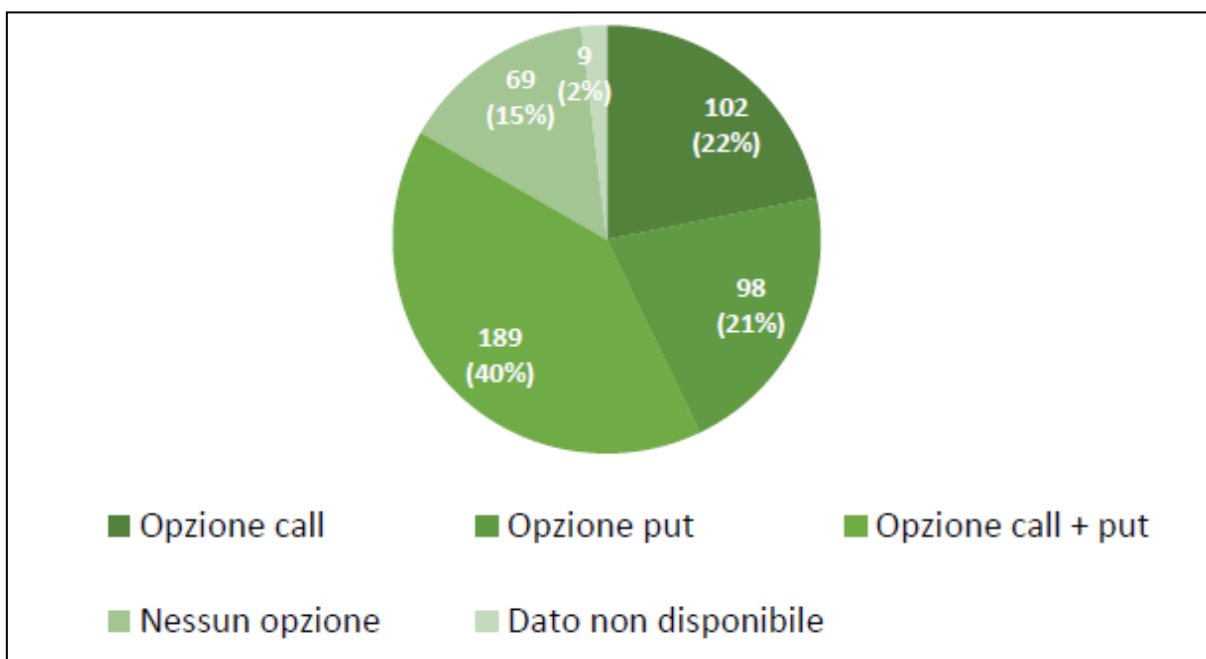


Figura 9, Presenza di opzioni call e/o put. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Accanto all'opzione *put*, un'ulteriore tecnica o modalità finalizzata ad offrire e ad assicurare una certa tutela e protezione ai diversi investitori risulta essere rappresentata dalla possibile presenza di una garanzia, in genere fideiussoria, rispetto al rischio di insolvenza delle imprese emittenti Mini-Bond. Qualora i Mini-Bond risultino essere caratterizzati dalla presenza di una garanzia essi tendono a qualificarsi come Mini-Bond “*secured*” mentre in caso contrario si è soliti parlare di titoli “*unsecured*”. Secondo gli studi e le analisi condotte dall'Osservatorio sui Mini-Bond e come è possibile anche rilevare dalla figura qui sotto riportata (Figura 10), delle 467 emissioni fino a questo momento registrate, solamente 120 presentano una garanzia, mentre le restanti risultano di fatto esserne sprovviste.

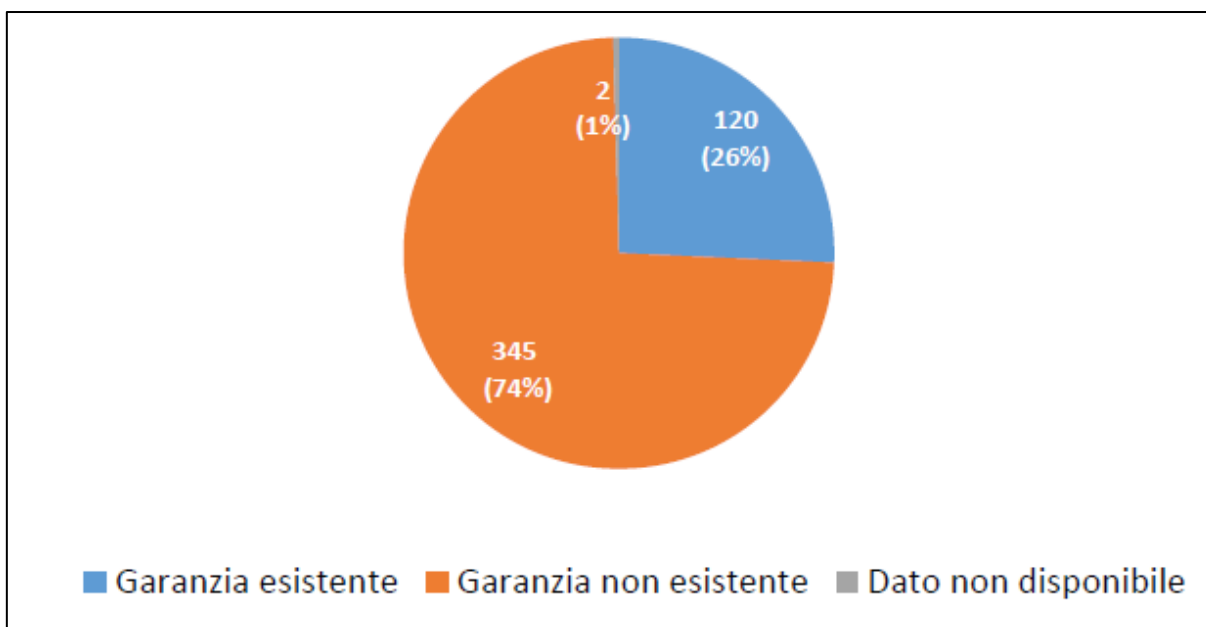


Figura 10, Presenza di garanzie relative al rimborso. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

Dopo aver affrontato e discusso il tema relativo alle garanzie e alle opzioni che solitamente accompagnano l'emissione di Mini-Bond da parte delle diverse imprese italiane, è giunto ora il momento di focalizzare l'attenzione ed esaminare la tematica inerente ai cosiddetti *covenant*, sia di natura finanziaria che non finanziaria, generalmente offerti da parte delle molteplici imprese emittenti al momento dell'emissione stessa e del successivo collocamento sul mercato dei suddetti titoli di debito.

In sostanza i cosiddetti *covenant* non rappresentano altro che delle tecniche o modalità finalizzate ad assicurare una certa tutela e protezione alla pluralità di investitori i quali, oltre a dover affrontare l'elevato rischio intrinseco del business in cui investono, devono anche monitorare costantemente e continuamente la situazione finanziaria e patrimoniale in cui versano le diverse imprese emittenti Mini-Bond, al fine di evitare che il rischio di insolvenza delle stesse peggiori, con una inevitabile ripercussione e conseguenza negativa sul valore del titolo obbligazionario presente nel proprio portafoglio titoli. In altre parole dunque i *covenant*,

sia di natura finanziaria che non finanziaria, risultano essere dei vincoli a cui le molteplici imprese italiane emittenti Mini-Bond devono necessariamente attenersi poiché l'eventuale mancato rispetto di quest'ultimi farà inevitabilmente scattare, nei confronti delle imprese stesse, una serie di provvedimenti sfavorevoli mirati a salvaguardare l'interesse dei molteplici investitori coinvolti.

Alcuni esempi tipici di *covenant* di natura finanziaria possono essere rappresentati dal rispetto e dal mantenimento entro soglie prefissate di determinati indici patrimoniali, quali a titolo esemplificativo, l'incidenza del debito finanziario o della posizione finanziaria netta rispetto al totale dell'attivo o del patrimonio netto oppure l'incidenza del margine operativo lordo rispetto agli interessi sul debito bancario contratto. Altri esempi di *covenant* di natura non finanziaria possono invece essere rappresentati dalla conservazione della struttura proprietaria aziendale, dall'impossibilità, sotto determinate condizioni, di distribuire dividendi, dalla impossibilità di realizzare alcune acquisizioni o di procedere con altre operazioni di finanza straordinaria, quali fusioni o scissioni.

Dal momento che, come riportato nelle poche righe sopra scritte, al mancato rispetto dei *covenant*, sia di natura finanziaria che non finanziaria, seguono inevitabilmente, nei confronti delle diverse imprese emittenti Mini-Bond, una serie di eventi, provvedimenti e sanzioni sfavorevoli (quale ad esempio il rimborso immediato del prestito), è importante precisare che i *covenant* devono essere fissati in maniera tale da poter essere costantemente e continuamente riconducibili a dati oggettivi, misurabili e non manipolabili, al fine di evitare ogni possibile contestazione.

Secondo i dati e le informazioni raccolte all'interno del 4° Report italiano sui Mini-Bond (2018) e come è possibile anche osservare dalla figura riportata a pagina successiva (Figura 11), delle 467 emissioni di Mini-Bond fino a questo momento registrate dalla School of Management del Politecnico di Milano, 236 risultano essere caratterizzate dalla presenza di alcuni *covenant*, mentre le restanti 225 risultano essere sprovviste di tali "strumenti".

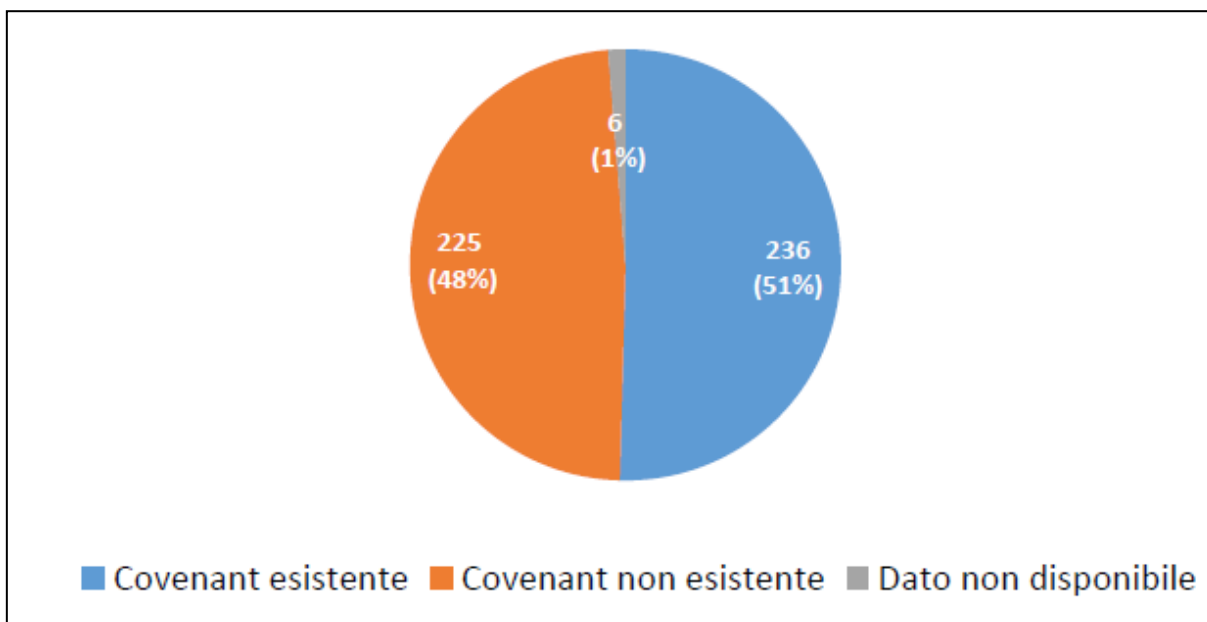


Figura 11, Presenza di covenant nelle emissioni di Mini-Bond. (Fonte: 4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018)

A conclusione della trattazione relativa ai cosiddetti *covenant*, il cui controllo è generalmente subordinato alla Assemblea degli Obbligazionisti, è opportuno ricordare che la definizione di tali vincoli non rappresenta assolutamente un atto immodificabile ed irretrattabile nel corso del tempo, quanto piuttosto un accordo che, all'occorrenza ed in presenza di determinate circostanze, può costituire oggetto di ridiscussione e di eventuale modifica. Benché la ridiscussione dei cosiddetti *covenant* abbia costituito un fenomeno molto raro fino a questo momento, una recente analisi eseguita dalla School of Management del Politecnico di Milano all'interno del 4° Report italiano sui Mini-Bond (2018), evidenzia come le principali modifiche apportate ai *covenant* presenti all'interno di alcune delle 467 emissioni realizzate dal 2012 fino al 2017, possano essere ricondotte alle seguenti tipologie di variazioni, quali:

- modifiche formali o tecniche, le quali spesso vengono apportate a prescindere da un eventuale peggioramento della situazione economico-patrimoniale delle imprese emittenti e senza determinare di fatto alcuna ripercussione sulla redditività finanziaria dei Mini-Bond stessi;
- modifiche alle regole di trasferibilità dei titoli;
- estensione dei termini della garanzia offerta agli investitori;
- modifiche alla scadenza del prestito attraverso le quali le imprese emittenti, pur non essendone inizialmente prevista la facoltà, chiedono di anticipare o posticipare il rimborso del capitale;
- modifiche dei parametri finanziari del prestito obbligazionario, solitamente effettuate quando la probabilità di una futura violazione dei *covenant* diviene particolarmente concreta.

CAPITOLO TERZO

IL MERCATO BORSISTICO ExtraMOT PRO

A conclusione della seguente relazione, è opportuno focalizzare l'attenzione ed analizzare il mercato borsistico ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, ovvero sia il listino o segmento nel quale possono essere quotati i Mini-Bond emessi dalle diverse imprese italiane, sia grandi imprese sia, in particolare, piccole e medie imprese. Una volta definite in via preliminare le caratteristiche essenziali del segmento borsistico ExtraMOT PRO, si provvederà a determinare gli adempimenti normativi e regolamentari specificatamente richiesti alle diverse imprese emittenti per la successiva quotazione dei Mini-Bond nel suddetto listino, soffermandosi infine ad esaminare i costi e i benefici connessi alle decisioni/operazioni di quotazione.

3.1 Il mercato borsistico ExtraMOT PRO

Il listino borsistico ExtraMOT PRO nasce nel febbraio 2013, esattamente l'11 febbraio 2013, come segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana e come strumento destinato ad offrire alle diverse imprese italiane, in particolare alle piccole e medie imprese, un primo accesso al mercato dei capitali semplice, flessibile, economico ed efficiente.

Secondo quanto riportato all'articolo 200 del Regolamento che disciplina il mercato borsistico ExtraMOT PRO e come è possibile osservare anche dalla Figura 12, possono essere quotati e conseguentemente ammessi alla negoziazione nel suddetto listino borsistico i seguenti strumenti finanziari, quali: obbligazioni, cambiali finanziarie¹⁰, obbligazioni contenenti clausole di partecipazione agli utili di impresa, strumenti partecipativi, asset backed securities (ABS)¹¹, project bond¹², nonché infine Mini-Bond. Sempre secondo quanto stabilito all'articolo 200 del Regolamento che disciplina il segmento borsistico ExtraMOT PRO, le obbligazioni e gli altri titoli di debito sopra elencati, possono essere quotati nel suddetto listino con l'indicazione di green bond e/o social bond, laddove i proventi raccolti attraverso tali strumenti finanziari siano destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale e/o sociale. A questo proposito occorre rilevare però che la natura ambientale e/o sociale dei progetti oggetto di finanziamento attraverso l'emissione di tali strumenti finanziari,

¹⁰ Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie ed aventi una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione.

¹¹ Secondo la definizione fornita dall'Associazione nazionale della banca e della ricerca "Assoneb", le asset backed securities (ABS) costituiscono "uno strumento finanziario, del tutto simile ad un'obbligazione negoziabile o trasferibile emessa a fronte di operazioni di cartolarizzazione, il cui rendimento e conseguente rimborso risulta essere assicurato dal cash flow generato da un pacchetto o portafoglio di attività sottostanti, specificatamente individuate ed aventi caratteristiche pressoché omogenee" (Assoneb, online).

¹² Secondo quanto riportato da "Il Sole 24 Ore", i project bond risultano essere "emissioni obbligazionarie destinate al finanziamento di determinati progetti", quali ad esempio possono essere la costruzione di un'opera infrastrutturale o di pubblica utilità (Il Sole 24 ORE ARGOMENTI, online).

deve necessariamente essere certificata da un soggetto terzo, indipendente dalla società emittente, dagli amministratori, dai dirigenti, dai consulenti, nonché da un soggetto avente una profonda esperienza nella valutazione di progetti di natura ambientale e/o sociale.

Secondo quanto riportato all'interno del 1° Report italiano sui Mini-Bond (2015), il segmento borsistico ExtraMOT PRO inoltre non rappresenta tecnicamente un mercato regolamentato ai sensi della direttiva MIFID (acronimo di Markets in Financial Instruments Directive), ovvero sia della direttiva che mira alla costituzione di un mercato finanziario integrato, efficace e competitivo nell'Unione Europea (UE), quanto piuttosto "...un sistema di scambi organizzato (*multilateral trading facility*) attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di settlement [transazione] automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca centrale Europea" (1° Report italiano sui Mini-Bond, 2015, p. 22). In questo senso dunque, come è possibile comprendere dalla definizione sopra riportata, il segmento borsistico ExtraMOT PRO risulta essere accessibile ai soli investitori istituzionali, cioè a dire investitori che, come stabilito nel quarto paragrafo del Capitolo primo, presentano e possiedono "l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria a comprendere e a valutare correttamente i rischi" collegati a tali strumenti finanziari. Sotto quest'aspetto dunque, vengono tradizionalmente e tipicamente classificati come investitori professionali, essendo pertanto ammessi alla sottoscrizione dei Mini-Bond, gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, le banche, le assicurazioni, le società di intermediazione mobiliare, le casse previdenziali, le finanziarie regionali e le fondazioni. Tra i diversi soggetti sottoscrittori sopra elencati non figurano, come è logico attendersi, i cosiddetti investitori retail o investitori al dettaglio¹³, i quali invece possono rivolgere le proprie pretese e aspettative solamente al mercato borsistico ExtraMOT.

Secondo quanto stabilito all'articolo 220.5 del Regolamento che disciplina il segmento borsistico ExtraMOT PRO, possono poi essere quotati ed ammessi alla negoziazione nel suddetto listino borsistico, gli strumenti finanziari, nonché appunto i Mini-Bond, emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, enti pubblici locali e società da questi controllate, le quali, come si spiegherà nel corso del paragrafo successivo, abbiano provveduto ad adempiere una serie di obblighi normativi, regolamentari ed informativi. A questo proposito occorre rilevare inoltre che per le diverse tipologie di società sopra elencate, il costo unitario di ammissione al segmento borsistico ExtraMOT PRO dei molteplici strumenti finanziari indicati ancora ad inizio paragrafo, risulta

¹³ Secondo quanto riportato da "L'Arbitro per le Controversie Finanziarie", per investitori retail o investitori al dettaglio si intendono sostanzialmente i comuni risparmiatori, anche imprese, società o altri enti, che non possono essere qualificati come investitori professionali e che tipicamente si rivolgono agli intermediari finanziari per effettuare i propri investimenti (Arbitro per le Controversie Finanziarie-Glossario, online).

essere particolarmente contenuto. In caso infatti di collocamento tradizionale la *fee*, cioè a dire la tassa, risulta essere pari a € 2.500 una tantum per strumento finanziario indipendentemente dalla durata del prestito, mentre se il titolo di debito, nel nostro caso Mini-Bond, è già quotato su altri mercati, secondo una modalità che assume la denominazione di *dual listing*, il corrispettivo si riduce ad € 500. Se invece lo strumento finanziario risulta essere un titolo di debito avente scadenza inferiore o uguale a 12 mesi, la *fee* unitaria ammonta a € 2.500 fino a 5 strumenti emessi e quotati nello stesso anno solare, mentre a partire dal sesto strumento emesso e quotato nel corso del medesimo anno il corrispettivo si riduce ad € 500.

Il mercato borsistico ExtraMOT PRO promuove infine ExtraMOT PROLinK, ovvero una piattaforma web centralizzata e ospitata sul sito Internet di Borsa Italiana dove investitori ed imprese possono incontrarsi ed accedere a tutte le informazioni rilevanti ed alle procedure di quotazione dei diversi strumenti finanziari nel suddetto listino borsistico.

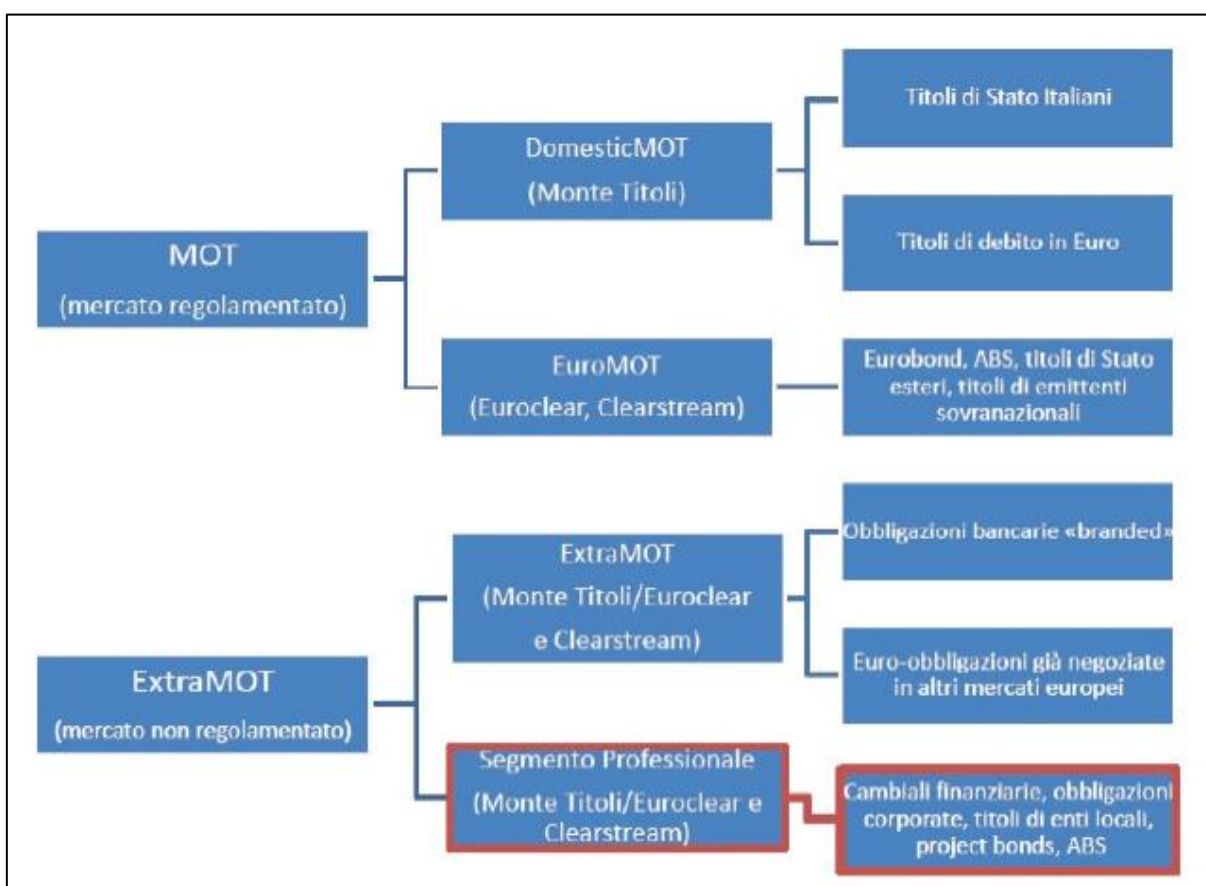


Figura 12, Il posizionamento di ExtraMOT PRO rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana. (Fonte: Borsa Italiana)

3.2 La quotazione nel segmento borsistico ExtraMOT PRO

La procedura e le operazioni di quotazione dei Mini-bond nel segmento borsistico ExtraMOT PRO risultano essere subordinate al rispetto e all'adempimento, da parte delle diverse imprese emittenti, di una serie di obblighi normativi ed informativi adeguatamente documentati all'interno del Regolamento che disciplina il funzionamento del suddetto listino borsistico.

In primo luogo, le imprese emittenti che manifestano il desiderio e la volontà di quotare i Mini-Bond nel segmento borsistico ExtraMOT PRO, presentano l'obbligo di redigere un Prospetto Informativo o in alternativa un Documento di Ammissione.

Il prospetto Informativo deve essere redatto in conformità delle disposizioni presenti all'interno del Regolamento Prospetti 809/2004, ovverosia del documento che provvede a definire in maniera esplicita il modello e lo schema di base del Prospetto Informativo, le informazioni che devono essere riportate al suo interno ed una serie di aspetti ulteriori, relativi ad esempio alla sua pubblicazione e successiva diffusione. In sostanza, secondo quanto riportato direttamente da Borsa Italiana, il Prospetto Informativo deve contenere “le informazioni che, a seconda delle caratteristiche proprie delle imprese emittenti e dei diversi strumenti finanziari, vengono ritenute necessarie affinché i molteplici investitori possano formulare un giudizio fondato e ponderato sulla situazione patrimoniale e finanziaria delle imprese stesse, sui risultati economici e sull'evoluzione delle attività delle emittenti, nonché sugli strumenti finanziari e sui diritti ad essi connessi”. Il prospetto Informativo inoltre viene solitamente predisposto dalle grandi imprese italiane, ovvero dalle imprese che emettono Mini-Bond o altri titoli di debito per un valore uguale o addirittura superiore alla soglia dei 200 milioni di Euro.

A differenza del Prospetto Informativo, il Documento di Ammissione, raccomandabile per le emissioni di taglia inferiore, generalmente poste in essere dalle piccole e medie imprese italiane, deve essere redatto in conformità delle disposizioni contenute all'interno del Regolamento che disciplina il funzionamento del segmento borsistico ExtraMOT PRO. Secondo quanto stabilito all'interno di tale Regolamento, il Documento di Ammissione deve contenere alcune informazioni fondamentali, quali:

- indicazione delle persone responsabili alla predisposizione e redazione del documento;
- indicazione dei principali fattori di rischio connessi all'impresa emittente e allo strumento finanziario quotato;
- informazioni sull'impresa emittente, sulla sua storia, sulla struttura organizzativa e sulla compagine azionaria;
- informazioni finanziarie relative alle attività ed alle passività, alla situazione finanziaria, ai profitti e alle perdite dell'impresa emittente;
- indicazione delle caratteristiche principali dei diversi strumenti finanziari quotati;

- ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione.

Per quanto concerne i fattori di rischio correlati all'impresa emittente e allo strumento finanziario quotato, quest'ultimi possono essere classificati come segue:

- rischi connessi all'indebitamento dell'impresa emittente;
- rischi legati al mercato in cui la società opera;
- rischi connessi al mancato rispetto dei *covenant* di natura finanziaria e non finanziaria e degli impegni previsti nei contratti di finanziamento;
- rischi legati alla appartenenza dell'impresa emittente ad un gruppo consolidato di imprese;
- rischi connessi ad eventuali contenziosi;
- rischi legati all'attuale congiuntura economica;
- rischi di illiquidità dei Mini-Bond, nell'eventualità in cui i suddetti titoli di debito non siano stati inizialmente collocati presso investitori professionali.

Con riferimento ai diversi fattori di rischio sopra elencati, occorre precisare tuttavia che essi dipendono fortemente dalla specificità delle imprese emittenti, dalla tipologia di business in cui esse operano ed infine dalle caratteristiche proprie degli strumenti finanziari quotati.

Una volta predisposto e redatto il Prospetto Informativo o in alternativa il Documento di Ammissione, le diverse imprese emittenti Mini-Bond sono tenute a pubblicare il bilancio di esercizio degli ultimi due periodi amministrativi, di cui l'ultimo, come precisato già nel corso del Capitolo primo, deve necessariamente essere sottoposto a revisione contabile da parte di un revisore legale dei conti o di una società di revisione legale, opportunamente iscritto/a nel Registro dei revisori legali o delle società di revisione. Il bilancio annuale soggetto a revisione legale dei conti deve poi essere pubblicato sul sito Internet delle imprese emittenti Mini-Bond, in una apposita sezione dedicata ed accessibile ai soli investitori (sezione Investor Relations).

Le imprese emittenti Mini-Bond, che presentano il desiderio e la volontà di quotare i suddetti titoli obbligazionari nel segmento borsistico ExtraMOT PRO, devono poi richiedere ed ottenere attraverso un soggetto specificatamente autorizzato, quale ad esempio la Monte Titoli, la dematerializzazione degli strumenti finanziari sopra indicati, ovvero la trasformazione dei certificati cartacei, che testimoniano l'esistenza concreta di un titolo di debito, in una serie di titoli virtuali o scritture contabili opportunamente inserite in un registro elettronico presente presso un intermediario o una società di gestione accentrata. Una volta ottenuta la dematerializzazione dei Mini-Bond, le diverse imprese emittenti devono inoltre richiedere a Banca d'Italia l'attribuzione di un codice ISIN (International Securities Identification Number), ovvero un codice identificativo universale da associare ai suddetti titoli di debito e

riconosciuto sia a livello nazionale che internazionale. Tale richiesta deve essere effettuata attraverso la compilazione di un apposito modulo, denominato “Richiesta di adesione al servizio di codifica”, e successivamente deve essere inoltrata via Internet (tramite posta elettronica certificata “PEC”) al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul portale di Banca d’Italia, seguendo le istruzioni riportate nel documento “Indicazioni operative per l’accesso di codifica”. Entro 48 ore dalla data di effettuazione della richiesta, le imprese emittenti Mini-Bond ricevono le credenziali di accesso con cui possono richiedere l’assegnazione del codice ISIN attraverso l’applicazione online FEAT (Front End Anagrafe Titoli) presente sulla piattaforma digitale INFOSTAT. Alla richiesta di attribuzione del codice ISIN, le imprese emittenti devono inoltre allegare una serie di documenti, quali in particolare: il Regolamento che disciplina l’emissione di Mini-Bond, il verbale dell’organo di amministrazione che approva la delibera dell’emissione ed infine una dichiarazione in cui viene accettato il ruolo di sottoscrittori da parte dei cosiddetti investitori istituzionali.

Una volta accertato il corretto adempimento degli obblighi sopra indicati, le imprese emittenti Mini-Bond che desiderano procedere alla quotazione dei suddetti titoli di debito nel segmento borsistico ExtraMOT PRO, possono redigere, utilizzando il modello predisposto da Borsa Italiana, la domanda di ammissione a tale listino. Quest’ultima, oltre a dover essere sottoscritta da parte del legale rappresentante, deve necessariamente indicare anche il nome del referente informativo o di un suo eventuale sostituto, al quale è possibile fare riferimento per chiedere ad esempio una serie di dati e di informazioni aggiuntive. Alla domanda di ammissione devono poi essere allegati, utilizzando gli schemi dettati da Borsa Italiana, il Prospetto Informativo o in alternativa il Documento di ammissione ed una scheda riepilogativa delle principali caratteristiche dei Mini-Bond emessi e quotati nel segmento borsistico ExtraMOT PRO. Entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di conferma di ricezione della domanda di ammissione, Borsa Italiana provvede a comunicare alle diverse imprese richiedenti il rigetto o l’accoglimento della domanda stessa. Nel caso di accoglimento della richiesta, Borsa Italiana comunica con un avviso l’ammissione alle negoziazioni dei Mini-Bond precedentemente emessi, provvedendo inoltre a definire la data di inizio delle negoziazioni stesse e le informazioni funzionali alle negoziazioni, le quali generalmente iniziano a partire dal primo giorno lavorativo successivo alla data di pubblicazione dell’avviso. Giunti a questo punto, è opportuno precisare tuttavia che il termine di 7 giorni sopra indicato, può essere interrotto da parte di Borsa Italiana nel momento in cui emerga, da parte di quest’ultima, la necessità di acquisire nuove informazioni e nuovi documenti in relazione alla emissione e successiva quotazione nel segmento borsistico ExtraMOT PRO dei suddetti titoli obbligazionari.

A seguito dell'accoglimento della domanda di ammissione e dell'avvenuta quotazione dei Mini-Bond, le diverse imprese emittenti sono infine tenute a pubblicare regolarmente sul proprio sito Internet una serie di informazioni e documenti, quali:

- il bilancio di esercizio soggetto a revisione legale;
- l'eventuale assegnazione di rating pubblico o modifiche del giudizio di rating;
- le informazioni cosiddette "price sensitive", ovverosia le informazioni relative alle imprese emittenti, le quali possono in qualche modo influenzare il valore dei Mini-Bond emessi;
- le informazioni inerenti alle eventuali modifiche apportate alle caratteristiche dell'emissione o alla modalità di esercizio dei diritti da parte dei sottoscrittori istituzionali;
- l'informativa tecnica sui Mini-Bond, la quale include sostanzialmente le informazioni relative alle cedole ed agli interessi corrisposti dai suddetti titoli di debito, alla eventuale presenza all'interno di tali strumenti finanziari di una serie di opzioni, garanzie o covenant.

3.3 Costi e benefici della quotazione

Le imprese emittenti Mini-Bond che manifestano il desiderio e la volontà di quotare i suddetti titoli di debito nel segmento borsistico ExtraMOT PRO, devono anzitutto essere consapevoli del fatto che la procedura di quotazione rappresenta indubbiamente un'opportunità ricca di benefici e vantaggi ma anche un processo non esente da costi. In questo senso dunque, a conclusione del seguente Capitolo, si desidera proporre una breve analisi dei principali benefici e dei più importanti costi sostenuti dalle imprese emittenti Mini-Bond, qualora quest'ultime dovessero optare per la quotazione dei suddetti titoli obbligazionari.

In primo luogo la quotazione dei Mini-Bond nel segmento borsistico ExtraMOT PRO consente alle diverse imprese emittenti di ampliare e soprattutto diversificare le fonti finanziarie di provvista rispetto al tradizionale credito bancario, le cui condizioni di accesso nel corso degli ultimi anni sono diventate sempre più restrittive a causa del cosiddetto fenomeno del Credit Crunch, ovverosia della restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari, in particolare le banche, nei confronti delle imprese, sia grandi imprese che soprattutto piccole e medie imprese. Sotto quest'aspetto dunque, l'emissione e la successiva quotazione dei Mini-Bond nel segmento borsistico ad essi specificatamente riservato, permette alle diverse imprese emittenti di reperire un ammontare tale di risorse finanziarie, di capitale e di liquidità da poter così destinare in via alternativa, come descritto nel primo paragrafo del Capitolo primo, alla

crescita interna, alla crescita esterna, alla ristrutturazione del passivo o ancora al finanziamento del ciclo di cassa operativo.

In secondo luogo la quotazione dei Mini-Bond nel mercato borsistico ExtraMOT PRO consente alle diverse imprese emittenti di accrescere la propria visibilità ed il proprio prestigio sia a livello nazionale che internazionale, con risvolti estremamente positivi sui prodotti e sui servizi offerti al mercato, nonché sulla stessa immagine aziendale. L'incremento della visibilità e del prestigio, sia a livello nazionale che internazionale, permette poi alle molteplici imprese emittenti Mini-Bond di migliorare la propria rete di relazioni aziendali e di attrarre risorse umane sempre più qualificate, sia a livello manageriale che di investitori professionali, garantendo così una gestione operativa dell'impresa maggiormente efficiente ed efficace.

La quotazione dei Mini-Bond nel segmento borsistico ExtraMOT PRO consente infine alle diverse imprese emittenti di ottenere una serie di agevolazioni fiscali, riconducibili essenzialmente alla possibilità di:

- dedurre interamente ai fini IRES, nel corso dell'esercizio e sulla base del principio di cassa, tutte le spese sostenute per l'emissione e la successiva quotazione dei Mini-Bond nel suddetto listino borsistico;
- dedurre ai fini IRES e nella misura del 30% del Reddito Operativo Lordo (ROL) il costo relativo agli interessi passivi corrisposti ai diversi investitori professionali.

A fronte dei molteplici benefici sopra elencati, le imprese emittenti Mini-Bond che desiderano quotare i suddetti titoli di debito nel segmento borsistico ExtraMOT PRO, devono tuttavia affrontare anche una serie di costi, i quali tipicamente vengono suddivisi in costi diretti e costi indiretti di quotazione. Tra i costi diretti di quotazione occorre annoverare in particolare, i costi relativi alla certificazione dei bilanci, alle consulenze strategiche e finanziarie fornite dai cosiddetti *advisor*, alla nomina di un *arranger*, alla eventuale emissione del rating, al coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti richiesti da Borsa Italiana per la quotazione, alla richiesta e successiva attribuzione da parte di Banca d'Italia del codice ISIN. Accanto ai costi diretti le imprese emittenti Mini-Bond devono poi fronteggiare anche una serie di costi indiretti di quotazione tra i quali è sostanzialmente possibile ricordare i costi correlati ai cosiddetti servizi di *Investor Relations*, ovvero sia alle attività di comunicazione e informazione finanziaria che le imprese in questione costantemente e continuamente pongono in essere al fine di valorizzare le proprie attività di business, le proprie strategie e le prospettive future, consentendo così alla comunità di investitori di giudicare con cognizione di causa il giusto valore e le concrete possibilità di investimento offerte da tali strumenti finanziari. Ai costi afferenti ai servizi di *Investor Relations*, possono poi aggiungersi una serie di costi indiretti ulteriori legati ad esempio ai servizi di *Internal Audit*, ovvero alle

attività di verifica delle procedure amministrative interne generalmente finalizzate a migliorare e ad incrementare la trasparenza, l'efficienza e l'efficacia delle organizzazioni stesse.

CAPITOLO QUARTO

CASO DI STUDIO

Come affermato nel terzo paragrafo del Capitolo primo, la maggior parte delle piccole e medie imprese italiane emittenti Mini-Bond risultano essere situate nelle regioni del Nord Italia, tra le quali assumono particolare rilievo la Lombardia, il Trentino-Alto Adige, l'Emilia Romagna ed infine il Veneto. Proprio in quest'ultima regione ha sede l'azienda *Alfa*, azienda che nel corso del 2017 ha deciso di avviare la procedura di emissione e di successivo collocamento sul mercato di alcuni Mini-Bond... ma procediamo con ordine.

L'azienda in questione, situata in provincia di Padova, da oltre 40 anni è leader nella progettazione e produzione di sistemi di stoccaggio, soluzioni per la logistica e sistemi integrati di automazione. Offre quindi una vasta gamma di soluzioni modulari standard o personalizzate (progetti ad hoc) al fine di soddisfare qualsiasi tipo di esigenza: dal piccolo scaffale per uso domestico al grande magazzino robotizzato per l'industria. Opera nei principali mercati d'Europa, del Nord Africa, dei Paesi del Golfo e vanta un parco clienti di tutto rispetto (Coca Cola, Barilla, DHL, FCA, ecc.). L'azienda *Alfa* nel 2013 inizia la definizione di un nuovo progetto imprenditoriale e la configurazione di un nuovo assetto manageriale registrando anno dopo anno, come è possibile osservare anche dal grafico qui sotto riportato, una crescita davvero straordinaria, passando in soli quattro anni dal realizzare un fatturato di "appena" 6 milioni di Euro a concretizzare nel 2017 un fatturato di 18 milioni di Euro.

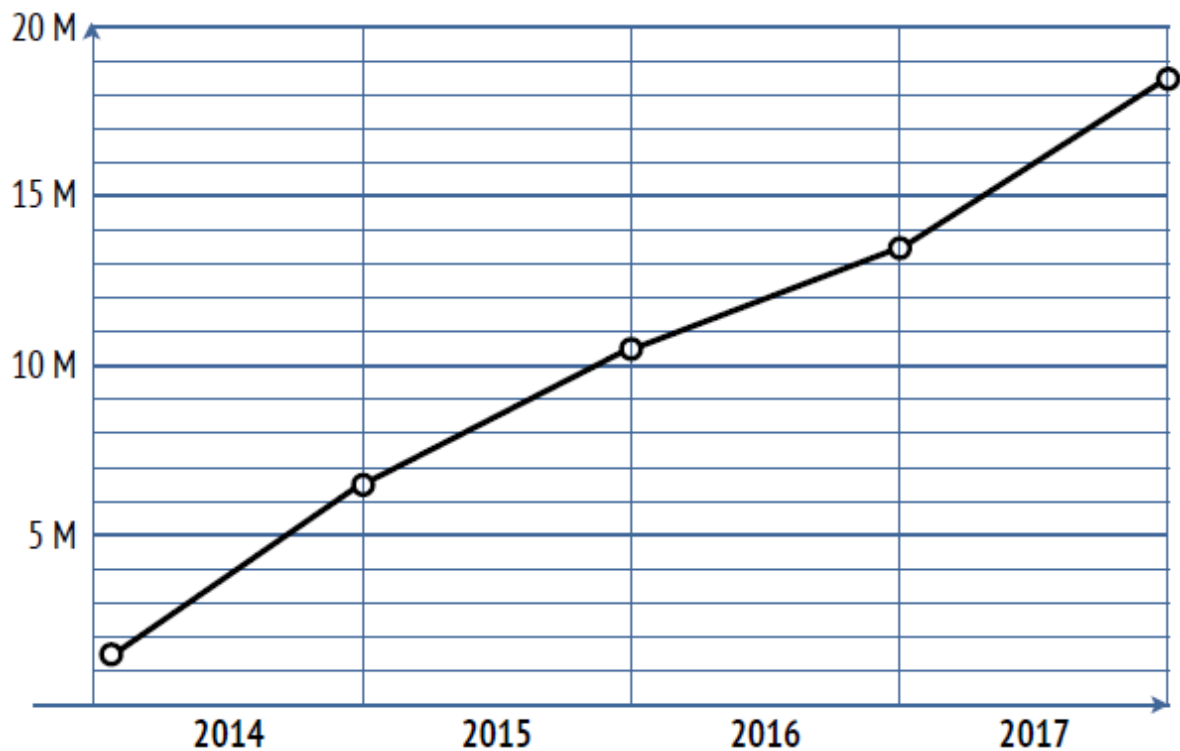


Figura 13, Fonte: Report 2017 azienda Alfa.

Il trend di forte sviluppo registrato nel corso degli ultimi anni si è confermato anche nel primo trimestre del 2018, dove l'azienda ha osservato una crescita, sia in termini di fatturato che di portafoglio ordini, superiore alla crescita annuale originariamente prevista e preventivata a piano.

Parallelamente alla forte crescita intercorsa negli ultimi anni, l'azienda *Alfa* tuttavia ha dovuto registrare anche un considerevole incremento del costo della materia prima (acciaio, più precisamente coils in acciaio al carbonio), il cui innalzamento, secondo le stime del settore, ha avuto e avrà un'importante ripercussione negativa sul mercato delle lavorazioni meccaniche. Sotto questo aspetto infatti, l'aumento del costo della materia prima ha eroso ed in futuro (si prevede) eroderà ancor di più la marginalità realizzata dall'azienda in quanto, trattandosi essenzialmente di lavorazioni meccaniche con un valore aggiunto piuttosto debole, essa difficilmente sarà in grado di riversare i maggiori costi a valle sui propri clienti.

Dinanzi a questa prospettiva dunque, al fine di contrastare la riduzione della marginalità e conseguire un vantaggio competitivo quanto più stabile possibile, l'azienda *Alfa* sta cercando di perseguire nuove e diverse direttive strategiche come lo sviluppo e la prototipizzazione di nuovi prodotti e nuove soluzioni integrate per lo stoccaggio e la logistica, la razionalizzazione di alcuni processi interni con eventuale ridefinizione dei centri di lavoro, l'internalizzazione di alcuni processi attualmente affidati in outsourcing ed in particolare l'acquisto di nuovi macchinari 4.0 ad alto contenuto tecnologico (robot per la saldatura, laser, pallettizzatore) al fine di migliorare ed incrementare l'efficienza produttiva. Naturalmente, come è facile immaginare, l'azienda *Alfa* per poter realizzare tali progetti necessita di liquidità e di capitale che, almeno per quanto riguarda lo sviluppo e la crescita degli impianti produttivi, è stato deciso di reperire attraverso l'emissione ed il successivo collocamento sul mercato di alcuni Mini-Bond.

In realtà l'emissione di Mini-Bond, ufficialmente destinata a finanziare un processo di crescita interna dell'azienda, nasconde in sé una serie di ragioni e di motivazioni che, almeno brevemente, vale la pena prendere in considerazione. L'emissione di Mini-Bond permette infatti all'azienda *Alfa* non solo di incrementare la propria visibilità a livello nazionale ed internazionale, ma consente soprattutto ad essa di diversificare le proprie fonti di finanziamento rispetto al tradizionale credito bancario, rafforzando conseguentemente il proprio grado di affidabilità finanziaria e patrimoniale nelle relazioni con i propri partner commerciali.

Andando oltre a quelle che tendenzialmente vengono classificate e descritte come motivazioni principali che hanno guidato l'azienda *Alfa* alla emissione di Mini-Bond, è opportuno focalizzare ora l'attenzione sui requisiti e sulle caratteristiche propriamente tecniche presentate dalla procedura di emissione stessa.

Innanzitutto l'azienda, attualmente strutturata in forma di società per azioni (S.p.a.) e classificabile, ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, quale media impresa italiana, prima di procedere alla emissione di alcuni Mini-Bond, ha deciso di rivolgersi allo studio di consulenza finanziario-strategica *Inside Partners* con sede a Milano, al fine di ottenere, sulla base di un piano di business, una dettagliata valutazione ed analisi dei costi-benefici connessi all'operazione di emissione, così da verificare l'effettiva sostenibilità economica e finanziaria dell'operazione stessa, in relazione alle proprie esigenze ed alle ulteriori fonti e modalità di finanziamento presenti sul mercato dei capitali.

Eseguita tale analisi preliminare, conclusasi con esito favorevole, l'azienda *Alfa* per poter procedere alla emissione dei Mini-Bond ha dovuto richiedere, come espressamente stabilito all'articolo n°32 del Decreto Legge 22 giugno 2012 n°83 ("Decreto Sviluppo"), la revisione contabile dell'ultimo bilancio di esercizio (2017). Quest'ultima è stata affidata a *BDO Italia SPA*, ovvero una società internazionale che offre a grandi gruppi internazionali, PMI nazionali, investitori privati ed istituzioni pubbliche, servizi professionali integrati di audit, advisory, outsourcing, tax&legal, in linea con i più elevati standard qualitativi e con l'obiettivo primario di affiancare tali realtà, aiutandole a migliorare le proprie performance nelle principali fasi di sviluppo.

Una volta richiesta ed ottenuta la revisione contabile dell'ultimo bilancio di esercizio, l'azienda *Alfa* ha deciso di affidare l'esecuzione della procedura di emissione e di successivo collocamento sul mercato dei Mini-Bond a *Banca Finanziaria Internazionale (FININT)*, ovvero ad una delle principali realtà italiane attualmente operanti nel settore finanziario, che fornisce prodotti e servizi bancari/finanziari caratterizzati da un elevato grado di innovatività e con un servizio di consulenza sempre attento ed altamente professionale. In questo senso dunque *Banca FININT*, ha agito e tuttora funge da *sponsor* ed anche da *arranger*, fornendo conseguentemente all'azienda il proprio supporto professionale alla emissione dei Mini-Bond, i quali, come descritto nei Capitoli precedenti, devono essere allocati esclusivamente presso investitori istituzionali. Con riferimento a quest'ultimo tema, nel caso dell'azienda *Alfa*, i Mini-Bond, complessivamente emessi per un valore pari a 3 milioni di Euro, sono stati allocati da parte di *Banca FININT* con le seguenti modalità: € 1.500.000 è stato sottoscritto da parte di *Veneto Sviluppo* (Finanziaria della Regione Veneto), € 600.000 sono stati allocati presso *Volksbank* (Banca Popolare dell'Alto Adige), € 500.000 sono stati sottoscritti direttamente da parte di *Banca FININT*, € 250.000 invece sono stati allocati presso *Banca Valsabbina* (Banca Popolare con sede centrale a Brescia), € 150.000 infine sono stati sottoscritti da parte di *Banca di Credito Cooperativo di Cherasco* (BCC Cherasco). Una tabella riepilogativa relativa al book degli investitori viene di seguito proposta:

Investitore	Importo	Mini-Bond sottoscritti
Veneto Sviluppo	€ 1.500.000	30
Banca Popolare Volksbank	€ 600.000	12
Banca FININT	€ 500.000	10
Banca Popolare Valsabbina	€ 250.000	5
BCC Cherasco	€ 150.000	3
Totale	€ 3.000.000	60

Tabella 1

Oltre ad avvalersi della preziosa collaborazione e della consolidata esperienza maturata nel settore dei Mini-Bond da parte di *Banca FININT* e dello studio di consulenza finanziario-strategica *Inside Partners*, l'azienda *Alfa* ha inoltre chiesto il proprio supporto allo studio di consulenza legale *Orrick* con sede a Roma e Milano, demandando a quest'ultimo la predisposizione e la redazione degli atti legali necessari ai fini dell'operazione di emissione, la verifica del rispetto delle norme attualmente in vigore e della correttezza delle procedure di collocamento titoli implementate, al fine di offrire una adeguata tutela e garanzia agli investitori.

Dopo aver delineato le principali caratteristiche dell'azienda e i "soggetti" che, in virtù di specifiche competenze tecniche e professionali, hanno offerto e tuttora offrono a tale impresa, il proprio aiuto e supporto, è opportuno ora esaminare le peculiarità fondamentali presentate dall'operazione di emissione dei Mini-Bond, con particolare riferimento alla scadenza, alla remunerazione offerta dai suddetti titoli obbligazionari ed infine alla presenza nell'emissione di una serie di *opzioni e covenant* finanziari.

Innanzitutto l'emissione, concretizzatasi ancora il 3 luglio scorso, ha visto il collocamento sul mercato di ben 60 Mini-Bond (Tabella 1) aventi un valore unitario o "taglio" pari a € 50.000, contraddistinti da un tasso di interesse uguale a 4.35% e caratterizzati da una scadenza pari a 36 mesi (data ultima scadenza: 31 dicembre 2021).

Il rimborso del capitale nei confronti degli investitori istituzionali sopra indicati verrà effettuato, come suggerito dallo studio di consulenza *Inside Partners*, in maniera progressiva nel corso del tempo secondo la pratica solitamente classificata con il titolo "*amortizing*". Quest'ultima modalità verrà implementata attraverso il pagamento di rate semestrali (comprehensive di una quota capitale fissa e di un determinato ammontare di interessi corrisposto in via posticipata), fatte salve tuttavia le ipotesi di rimborso anticipato a favore dell'Emittente (opzione *call*) e le ipotesi di rimborso anticipato a favore degli enti sottoscrittori (opzione *put*), espressamente previste dal Regolamento che disciplina il prestito obbligazionario stesso.

Per quanto concerne l'opzione *call*, il Regolamento attribuisce sostanzialmente all'Emittente (azienda *Alfa*), la facoltà di procedere al rimborso anticipato ed integrale delle obbligazioni, a patto che quest'ultimo avvenga:

- ad un valore pari al 101% del valore nominale residuo del prestito obbligazionario, qualora la facoltà di rimborso anticipato venga esercitata ad una delle date di pagamento intercorrenti tra il 30 giugno 2019 (inclusa) e il 31 dicembre 2020 (inclusa);
- ad un valore pari al 100% del valore nominale residuo del prestito obbligazionario qualora la facoltà di rimborso anticipato venga esercitata alla data di pagamento del 30 giugno 2021.

Per quanto riguarda invece l'opzione *put*, il Regolamento attribuisce ai diversi investitori professionali la possibilità di richiedere, a mezzo posta elettronica certificata (PEC), il rimborso del capitale precedentemente versato, al verificarsi di alcune circostanze, le più rilevanti delle quali risultano essere:

- il verificarsi di un qualsiasi evento o circostanza in conseguenza della quale i soci ora presenti non detengano più, direttamente o indirettamente, il controllo dell'impresa stessa;
- il mancato pagamento da parte dell'azienda *Alfa* di qualsiasi somma dovuta in relazione ai Mini-Bond, sia a titolo di capitale che a titolo di interesse, a condizione che tale inadempimento si protragga per un periodo di almeno 15 giorni lavorativi oltre la data di scadenza;
- l'avvio di una procedura fallimentare o altra procedura concorsuale ai sensi della Legge Fallimentare;
- l'elevazione nei confronti dell'azienda *Alfa* di una serie di protesti cambiari, protesti di assegni o iscrizione di ipoteche giudiziali;
- la mancata revisione dell'ultimo bilancio di esercizio da parte della società di revisione originariamente deputata alla certificazione di tale documento contabile.

L'emissione, accompagnata da un buon giudizio di *rating* "*undisclosed*" prodotto dall'agenzia *Crif Ratings* e di cui l'azienda era già in possesso ancor prima del collocamento sul mercato dei titoli obbligazionari in questione, risulta poi essere caratterizzata dalla presenza di alcuni *covenant* finanziari. Tali *covenant*, subordinati al costante controllo e monitoraggio di *Veneto Sviluppo*, richiedono, da parte dell'azienda, il mantenimento del rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed Ebitda entro e non oltre la soglia del 4% ($PFN/EBITDA \leq 4\%$) e la conservazione del rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed Equity entro e non oltre la soglia del 2% ($PFN/EQUITY \leq 2\%$). Oltre a rispettare i *covenant* di natura finanziaria sopra elencati,

l'azienda *Alfa*, come stabilito dal Regolamento che disciplina il prestito obbligazionario, deve inoltre impegnarsi a:

- non cessare né ridurre significativamente il proprio core business (descritto ad inizio capitolo);
- non realizzare investimenti in attività non connesse e non rientranti nel proprio core business;
- non approvare né compiere: operazioni di disposizione o acquisizione di beni, operazioni di finanza straordinaria (quali fusioni o scissioni), operazioni di aumento di capitale sociale (ora pari ad € 843.594,00);
- non effettuare e far sì che non siano effettuate operazioni di riduzione del capitale sociale, salve le ipotesi obbligatorie previste dalla Legge;
- nel caso in cui il capitale sociale venga ridotto per perdite ai sensi di Legge, far sì che entro 45 giorni lavorativi dalla delibera di riduzione esso venga ripristinato nella misura pari a quella esistente alla data di emissione dei Mini-Bond;
- comunicare agli investitori, entro il 30 settembre di ogni anno, la propria situazione economica e patrimoniale, aggiornata alla data del 30 giugno immediatamente precedente;
- pubblicare nel proprio sito Internet e comunicare annualmente ai diversi sottoscrittori il bilancio di esercizio certificato (completo del prospetto dei flussi di cassa e della relazione sulla gestione) e la relazione della società di revisione relativa a tale bilancio.

Giunti a questo punto occorre rilevare fondamentale che il mancato rispetto, da parte dell'azienda, dei *covenant* di natura finanziaria e non finanziaria sopra descritti, farà automaticamente scattare, oltre ad una serie di penali, il diritto dei diversi investitori istituzionali ad ottenere il rimborso anticipato ed immediato dei capitali in precedenza versati.

Pur non essendo nelle previsioni e nelle iniziali intenzioni dell'azienda, la procedura di emissione dei Mini-Bond, dopo una breve consultazione con i diversi studi di consulenza e con i principali sottoscrittori, si è conclusa inoltre con la quotazione dei suddetti titoli obbligazionari nel segmento borsistico ExtraMOT PRO di Borsa Italiana. La procedura di quotazione (descritta nel Capitolo terzo) ed in particolare la predisposizione dei documenti necessari ai fini della quotazione stessa, tra i quali occorre annoverare l'Informativa agli investitori, il Documento di Ammissione e il verbale dell'organo di amministrazione che ha approvato la delibera all'emissione (successivamente depositata al Registro delle Imprese), è stata interamente seguita e curata dallo studio di consulenza legale *Orrick*.

Se da un lato l'emissione e la successiva quotazione dei Mini-Bond sul segmento borsistico ExtraMOT PRO ha permesso all'azienda *Alfa* di diversificare in misura profonda le proprie fonti di finanziamento e tuttora consente alla stessa impresa di beneficiare di una maggiore visibilità a livello nazionale ed internazionale, dall'altro lato invece tale procedura ha richiesto un importante dispiego di risorse economiche e finanziarie in quanto, oltre ai tradizionali costi diretti di emissione relativi ad esempio alla certificazione del bilancio eseguita da parte di *BDO Italia* (€ 9.000 circa), alle consulenze strategiche e finanziarie fornite dallo studio *Inside Partners* (€ 10.000 circa), alla nomina di *Banca FININT* quale *arranger* (€ 35.000 circa), al coinvolgimento dello studio legale *Orrick* (€ 26.000 circa), occorre annoverare anche una serie di costi indiretti, tra i quali la voce di spesa maggiormente rilevante è sicuramente rappresentata dall'adozione del nuovo software gestionale ERP "*JGalileo*" progettato da *San Marco Informatica*, nota software house con sede in provincia di Vicenza, ed implementato proprio al fine di migliorare l'efficacia intrinseca delle procedure amministrative ed incrementare la trasparenza nella circolazione delle informazioni all'interno dell'organizzazione stessa.

Giunti ormai al termine di questa breve relazione e augurando all'azienda *Alfa* di poter raggiungere e realizzare, attraverso i Mini-Bond, i risultati inizialmente sperati e i progetti in origine programmati, preme ringraziarla per la preziosa opportunità offerta.

CONCLUSIONI

Nati con i migliori auspici ma decollati tra mille difficoltà, perplessità e sotto lo scetticismo generale di alcuni professionisti del settore, i Mini-Bond, come raccontato nel corso dei Capitoli precedenti, sembrano aver finalmente trovato la propria strada, ritagliandosi di fatto un ampio e rilevante spazio all'interno delle opportunità economiche e finanziarie poste a disposizione delle diverse imprese italiane, sia grandi imprese che in particolare imprese di piccola e media dimensione. Pur essendosi trattato di una crescita graduale e non senza alcuni momenti di difficoltà e di incertezza, oggi i Mini-Bond rappresentano una concreta e solida realtà all'interno del panorama finanziario italiano, uno strumento al quale le imprese spesso decidono di ricorrere al fine di diversificare i propri canali di raccolta e di provvista finanziaria, accedendo così ad una fonte che tipicamente viene considerata come alternativa e, al tempo stesso, complementare rispetto al tradizionale credito bancario.

Come spiegato nel corso dei Capitoli precedenti inoltre, la diversificazione delle fonti finanziarie di provvista rappresenta certamente una delle diverse motivazioni che conducono le molteplici imprese italiane ad emettere Mini-Bond ma non la principale in quanto, come sostenuto da Giancarlo Giudici, i Mini-Bond costituiscono anche una sorta di “attrezzo ginnico o palestra” attraverso il quale potersi allenare continuamente e costantemente ad affrontare e ad intrattenere una serie di relazioni con investitori professionali esterni, in vista magari di successive e più complesse operazioni, quale ad esempio la quotazione in Borsa. Sotto quest'aspetto dunque i Mini-Bond rappresentano sostanzialmente uno strumento finanziario di indiscussa valenza strategica, che consente alle diverse imprese emittenti di incrementare la propria visibilità sia a livello nazionale che internazionale, di allargare la propria rete di relazioni aziendali, di potenziare la propria leadership e la propria forza contrattuale nelle negoziazioni, di attrarre risorse umane sempre più qualificate a livello manageriale.

Sulla base delle considerazioni sino ad ora svolte e sulla scorta dei dati e delle informazioni riportate all'interno dell'ultimo Report italiano sui Mini-Bond (2018), il mercato dei suddetti titoli obbligazionari promette di restare vivace e florido anche nel corso degli anni futuri a patto però che le imprese, in particolare le piccole e medie imprese, che decidono di ricorrere a tale strumento finanziario presentino realmente il desiderio e la volontà di innovare, spesso in maniera radicale, il proprio core business e ancor prima la propria mentalità e i propri principi valoriali, sganciandosi e discostandosi dalle logiche familiari a favore e a beneficio di una gestione manageriale dell'organizzazione stessa.

BIBLIOGRAFIA

- ❖ Associazione del Risparmio Gestito “Assogestioni”, n.d.. *Regolamentazione SGR e SICAV* [online]. Disponibile su <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,573,0,49,html/sgr-e-sicav> [Data di accesso: 21/04/2018].
- ❖ Banca d'Italia, n.d.. *Servizio di codifica ISIN, Anagrafe Titoli e Segnalazioni ex Art. 129 TUB* [online]. Disponibile su <https://www.bancaditalia.it/statistiche/servizi/isin-anagrafe-titoli/> [Data di accesso: 04/05/2018]
- ❖ Borsa Italiana, 2007. *L'Euribor-Il tasso interbancario di riferimento* [online]. Disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/euribor.htm> [Data di accesso: 21/04/2018].
- ❖ Borsa Italiana, 2014. *ExtraMOT PRO-il mercato per le corporate italiane* [online]. Disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/segmento-professionale/extramot-pro/checosaextramotpro/checosaextramotpro.htm> [Data di accesso: 15/05/2017].
- ❖ Borsa Italiana, 2017. *Mini bond cosa sono e come sono disciplinati* [online]. Disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm> [Data di accesso 12/04/2018].
- ❖ Bussi, C., 2018. *L'Italia guida in Europa la crescita delle Pmi a colpi di mini bond*. Il Sole 24 Ore Italia [online], 1(1). Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2018-04-08/1-italia-guida-europa-crescita-pmi-colpi-mini-bond-133724.shtml?uuid=AELb2dTE> [Data di accesso: 12/04/2018].
- ❖ Calugi, R., Morelli, V., Paglietti, G., a cura di., 2014. *I mini-bond-Istruzioni per l'uso* [online]. Milano: Consorzio Camerale per il credito e la finanza. Disponibile su <http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2015/07/1.-Guida-mini-bond-II-edizione.pdf> [Data di accesso: 10/05/2018].

- ❖ Calugi, R., Paglietti, G., a cura di., 2013. *I mini-bond-Istruzioni per l'uso* [online]. Milano: Consorzio Camerale per il credito e la finanza. Disponibile su <<http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2015/07/2.-Guida-mini-bond-I-edizione.pdf>> [Data di accesso: 10/05/2018].

- ❖ Campari, A., Leofreddi, P., Simmons&Simmons, 2014. *Il procedimento di ammissione a quotazione dei Minibond presso l'ExtraMOT PRO*. Diritto Bancario [online], 1(1). Disponibile su <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/il-procedimento-di-ammissione-quotazione-dei-minibond-presso-l-extramot-pro>> [Data di accesso: 09/05/2018].

- ❖ Cellino, M., 2018. *La nuova "primavera" dei mini-bond e un futuro ancora da costruire con i Pir*. Il Sole 24 Ore Finanza&Mercati [online], 1(1). Disponibile su <<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-02-13/la-nuova-primavera-mini-bond-e-futuro-ancora-costruire-i-pir-204449.shtml?uuid=AEsTHRzD>> [Data di accesso: 12/04/2018].

- ❖ Dianda, M., 2018. *I minibond, le obbligazioni per le PMI*. Starting Finance [online], 1(1). Disponibile su <<http://www.startingfinance.com/minibond-obbligazioni-pmi/>> [Data di accesso: 07/06/2018].

- ❖ Dl. 22 giugno 2012, n°83, in materia di "Misure urgenti per la crescita del Paese".

- ❖ Ferraris, G., 2014. *Minibond, le 10 cose da sapere*. Panorama [online], 1(1). Disponibile su <<https://www.panorama.it/economia/opinioni/minibond-domande-risposte/>> [Data di accesso: 12/04/2018].

- ❖ Magna, L., 2017. *Minibond? Utili anche per finanziare la manifattura e l'industria 4.0. Purché...* Industria Italiana-analisi & news su economia reale, innovazioni, digital transformation [online], 1(1). Disponibile su <<https://www.industriaitaliana.it/minibond-il-passepartout-che-apre-la-porta-dell-innovazione/>> [Data di accesso: 19/04/2018].

- ❖ Magnani, A., 2017. *Perché si parla tanto di industria 4.0: che cos'è e quanti lavori può creare*. Il Sole 24 Ore Economia [online], 1(1).

Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-10-12/perche-si-parla-tanto-industria-40-che-cos-e-e-quanti-lavori-puo-creare-150850.shtml?uuid=AEZYmnlC&refresh_ce=1> [Data di accesso: 21/04/2018].

- ❖ Meiani, A., Rizzi, L., Sabatini, D., 2015. *Guida ai mini bond. Strumenti innovativi per la finanza delle PMI*. Roma: Bancaria Editrice.
- ❖ Osservatorio sui Mini-Bond, 2015. *1° 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: 12/04/2018].
- ❖ Osservatorio sui Mini-Bond, 2016. *2° 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: 13/04/2018].
- ❖ Osservatorio sui Mini-Bond, 2017. *3° 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: 17/04/2018].
- ❖ Osservatorio sui Mini-Bond, 2018. *4° 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: 18/04/2018].
- ❖ Raccomandazione Europea 2003/361/CE relativa alla definizione delle micro-imprese, piccole e medie imprese.

- ❖ Ricci, N., 2017. *Accesso al credito: Guida ai Minibond* [online]. Disponibile su: <https://www.pmi.it/economia/finanziamenti/approfondimenti/111477/minibond-come-funzionano.html> [Data di accesso: 23/04/2018].

- ❖ Viola, V., 2018. *Al Sud aumentano le emissioni di mini-bond*. Il Sole 24 Ore Economia [online], 1(1). Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2018-03-09/al-sud-aumentano-emissioni-mini-bond-084701.shtml?uuid=AEoRS5DE> [Data di accesso: 01/07/2018].

- ❖ Zenit SGR, 2015. *Minibond: quali sono i vantaggi per gli emittenti?* [online]. Disponibile su <https://www.adviseonly.com/blog/brandcorner/zenit-sgr/minibond-quali-sono-i-vantaggi-per-gli-emittenti/> [Data di accesso: 05/05/2018].

- ❖ *Il trade off costo-rendimento nel mercato dei Mini Bond*, 2014. Video. Pubblicato da SDA Bocconi School of Management. Disponibile su https://www.youtube.com/watch?v=SM_KBRQ_D4g [Data di accesso: 04/06/2018].

- ❖ *Minibond e Cambiali finanziarie in 7 risposte*, 2015. Video. Pubblicato da Markets&Strategy. Disponibile su <https://www.youtube.com/watch?v=v9jRvtSVnns> [Data di accesso: 04/06/2018].

¹⁴ La presente prova finale si compone di 14.254 parole (frontespizio, indice e bibliografia esclusi).